

INFORME ANUAL

2022

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema



## INFORME ANUAL 2022

<https://doi.org/10.53479/29652>

Fecha de cierre de datos: 28 de abril de 2023.

Fecha de publicación: 10 de mayo de 2023.

## 1

## LA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN UN CONTEXTO ADVERSO E INCIERTO

- 1 Introducción** 42
- 2 La inflación y la incertidumbre han debilitado la actividad económica mundial** 44
- 3 España: del impulso de la reapertura a la resiliencia frente a la crisis energética** 47
- 4 La desaceleración de los precios energéticos en España ha permitido una reducción significativa de la inflación en los últimos meses, pero el componente subyacente se mantiene elevado** 52
- 5 La inflación y el endurecimiento de las condiciones financieras provocaron un debilitamiento del consumo y de la inversión en la segunda mitad de 2022** 59
- 6 El sector exterior constituyó un importante soporte para el crecimiento del producto** 62
- 7 La respuesta de las políticas económicas nacionales y supranacionales europeas en los últimos trimestres** 66

**Bibliografía** 71

## Recuadro

- 1.1** El impacto macroeconómico de las medidas de apoyo frente al repunte de la inflación y la crisis energética 73

## 2

## RETOS Y OPORTUNIDADES PARA CRECER Y CONVERGER CON LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA DE MANERA ROBUSTA Y SOSTENIBLE

- 1 Introducción** 80
- 2 La falta de convergencia en renta per cápita con la Unión Económica y Monetaria** 80
  - 2.1 La productividad: el papel de la innovación 82
    - 2.1.1 El fomento del crecimiento empresarial y de los mecanismos de reasignación de los factores productivos entre empresas y sectores 84
    - 2.1.2 El impulso de las actividades de innovación 88
    - 2.1.3 El refuerzo del papel vertebrador de las instituciones y de las Administraciones Públicas 91
  - 2.2 La tasa de empleo y la oferta laboral: aspectos clave 93
    - 2.2.1 El marco institucional 95
    - 2.2.2 El capital humano 99
    - 2.2.3 Otros factores clave en la evolución de la oferta laboral 103
- 3 Principales desequilibrios en la economía española** 107
  - 3.1 El endeudamiento público 111
    - 3.1.1 Evolución reciente y perspectivas a corto plazo 111
    - 3.1.2 Las dinámicas de la deuda pública a medio y a largo plazo 114
    - 3.1.3 El necesario plan de consolidación fiscal 124
    - 3.1.4 La reforma del marco de reglas fiscales y de gobernanza europea 128
  - 3.2 Las vulnerabilidades de los hogares 130
    - 3.2.1 El mercado de la vivienda de alquiler residencial en los últimos años 135

**Bibliografía** 139

## Recuadro

- 2.1** Las prestaciones contributivas por desempleo: un análisis granular a partir de la Muestra Continua de Vidas Laborales 146

# 3

## EL EPISODIO ACTUAL DE TENSIONES INFLACIONISTAS EN EL ÁREA DEL EURO, LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA Y SUS EFECTOS

- 1 Introducción** 154
- 2 El aumento de la inflación y sus determinantes clave a medio plazo** 155
  - 2.1 El aumento de la inflación 155
  - 2.2 El inicio de una moderación en la inflación y el cambio en su naturaleza 158
  - 2.3 Senda de inflación a medio plazo y factores de riesgo 163
- 3 La respuesta de la política monetaria a las tensiones inflacionistas** 167
- 4 La transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras, la actividad y la inflación** 170
  - 4.1 Los canales de transmisión de la política monetaria 170
  - 4.2 Evidencia sobre la primera etapa: efectos sobre las condiciones financieras 173
    - 4.2.1 Canal mercado de capitales 173
    - 4.2.2 Canal bancario 177
    - 4.2.3 Canal renta 181
    - 4.2.4 Canal riqueza y tipo de cambio 184
  - 4.3 Heterogeneidad en la transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras 185
    - 4.3.1 Heterogeneidad entre países 185
    - 4.3.2 Heterogeneidad entre hogares y empresas 190
  - 4.4 Evidencia sobre la segunda etapa: efectos sobre la actividad económica y la inflación 192

### Bibliografía 194

#### Recuadro

- 3.1** El impacto de una reducción más rápida de lo previsto de las tenencias de activos del Eurosistema sobre los rendimientos de las deudas soberanas en el área del euro 197

# 4

## ESPAÑA Y LA UNIÓN EUROPEA FRENTE A LA CRISIS ENERGÉTICA: AJUSTE A CORTO PLAZO Y RETOS PENDIENTES

- 1 Introducción** 203
  - 2 La configuración energética en la Unión Europea antes del comienzo de la guerra en Ucrania** 205
    - 2.1 El mix energético y su heterogeneidad por países 205
    - 2.2 Las dependencias externas asociadas al mix de energía consumida 208
    - 2.3 La insuficiente integración de los mercados de la energía dentro de la Unión Europea 211
  - 3 El ajuste a corto plazo de las economías europeas a la crisis energética** 213
    - 3.1 La sustitución de las fuentes energéticas 215
    - 3.2 La exposición y el ajuste de los hogares españoles a la crisis energética 219
    - 3.3 La sensibilidad y la adaptación de las empresas españolas a la crisis 222
  - 4 Los retos que plantea la transición energética** 226
    - 4.1 Retos y oportunidades del impulso a las energías renovables 226
    - 4.2 La financiación de la transición ecológica y otros desafíos para políticas públicas 230
- Bibliografía** 234
- Recuadro**
- 4.1** La evolución de la intensidad energética y de la intensidad de carbono en España y en Europa 237

Índice de imágenes 240

Publicaciones del Banco de España 241

Siglas, abreviaturas y signos utilizados 242

## ÍNDICE DE CUADROS

- 2.1 Tasas de baja, por tipo de contrato 98
- 2.2 Cuantificación de las principales medidas adoptadas en la reforma de las pensiones 117
- 4.1 Vulnerabilidad de las importaciones de productos energéticos de la UE (2019) 210

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1.1 La economía mundial se desaceleró en 2022 45
- 1.2 En España, la evolución de la actividad está siendo heterogénea por componentes de demanda y, sobre todo, por ramas productivas 48
- 1.3 El dinamismo del empleo y el impulso fiscal han apoyado la actividad económica 50
- 1.4 La inflación no energética sigue siendo muy elevada a pesar de la caída de los precios de la energía 54
- 1.5 La elevada inflación importada ha dado lugar a un repunte de la inflación de la producción interior, pero el comportamiento de los costes sigue siendo contenido 57
- 1.6 El avance del consumo y de la inversión se ha visto lastrado por la inflación y por el endurecimiento de las condiciones financieras 60
- 1.7 La inversión, que se había desacelerado en los últimos trimestres, permanece débil en los inicios de 2023 61
- 1.8 La demanda externa neta contribuyó significativamente al crecimiento del PIB en la etapa más reciente 64
- 1.9 El deterioro del saldo de bienes y servicios entre 2019 y 2022 ha sido mucho más modesto en España que en el resto de los principales países del área del euro 67
- 1.10 La mayor parte de las medidas adoptadas frente a la inflación no se han orientado hacia los colectivos vulnerables 69
- 2.1 La convergencia del PIB per cápita de España con el del área del euro se ha frenado desde 2008 debido a una peor evolución relativa del empleo y a una menor productividad 81
- 2.2 La inversión en I+D+i en España se encuentra por debajo del promedio del área del euro 84
- 2.3 España ha reducido la dependencia de la financiación crediticia por parte de las sociedades no financieras, si bien sigue habiendo margen de mejora en la productividad a través de una mejora de la asignación de capital entre empresas 86
- 2.4 La inversión pública en España se ha situado desde 2013 por debajo de la del promedio del área del euro 89

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 2.5 La tasa de empleo de España se mantiene por debajo de la media del área del euro 94
- 2.6 Las tasas de desempleo y de temporalidad de España son significativamente más elevadas que las de la media del área del euro 96
- 2.7 El capital humano de un país es un determinante de la capacidad para innovar y de su tasa de empleo 100
- 2.8 El envejecimiento poblacional se acelerará en España durante las próximas décadas 105
- 2.9 La jornada laboral y el estado de salud general también determinan la evolución de la oferta laboral 106
- 2.10 Se ha moderado el crecimiento de los precios de la vivienda, y ha continuado el proceso de desendeudamiento que han seguido las familias y las empresas españolas 109
- 2.11 La economía española ha logrado mantener el superávit de la cuenta corriente y reducir su endeudamiento externo 110
- 2.12 Tanto el déficit como la deuda pública permanecen en niveles elevados, lo que genera una situación de vulnerabilidad a medio plazo 112
- 2.13 La ausencia de un plan de consolidación situaría la senda de deuda pública en una trayectoria ascendente 124
- 2.14 Indicadores de desigualdad salarial 133
- 2.15 Desigualdad en riqueza y acceso a la vivienda 134
- 3.1 El episodio inflacionista en el área del euro se intensificó en 2022, pero ha empezado a moderarse 158
- 3.2 La caída inicial de la inflación general del área del euro viene condicionada por distintos elementos 160
- 3.3 La inflación subyacente del área del euro se está mostrando más persistente 162
- 3.4 Los efectos de segunda ronda son un factor de riesgo que podrían condicionar la inflación futura 166
- 3.5 El endurecimiento de la política monetaria se ha transmitido a las condiciones en los mercados de capitales 175
- 3.6 Las entidades de crédito han ido trasladando de forma gradual los aumentos de los tipos de interés de mercado a sus nuevas operaciones de crédito y de depósito 178
- 3.7 El endurecimiento de la política monetaria ha venido acompañado de una contracción de la oferta de crédito y de una pérdida de dinamismo de los flujos netos de financiación 180
- 3.8 Los cambios en la composición y en el volumen de los activos y pasivos de los hogares y de las empresas en los últimos años han debilitado el canal renta negativo asociado al aumento de los tipos de interés 182
- 3.9 Determinantes del impacto de la subida de tipos sobre el gasto en intereses de las Administraciones Públicas 184
- 3.10 A pesar del endurecimiento de la política monetaria en la UEM, el euro ha tendido a depreciarse durante buena parte de 2022 186
- 3.11 Elevada heterogeneidad entre los países de la UEM en la transmisión de la política monetaria en algunos segmentos, condicionada por características de los bancos y del sistema bancario del país 187
- 3.12 La heterogeneidad entre países es todavía más marcada en la traslación del aumento de los tipos de interés a los pagos netos por intereses bancarios de los hogares y de las empresas 189
- 3.13 El impacto sobre las rentas asociado a la subida de los tipos de interés está siendo muy heterogéneo entre los hogares y las empresas españolas 191
- 3.14 El endurecimiento de la política monetaria a través de los diferentes canales ya se está transmitiendo a la actividad y a la inflación en España 193
- 4.1 Caracterización de la demanda energética en la UE y en España 206
- 4.2 La dependencia energética europea 209
- 4.3 Interconexiones energéticas en la UE 212
- 4.4 Estructura de los precios energéticos 213
- 4.5 El ajuste tras la invasión rusa de Ucrania 217
- 4.6 Posibles efectos de un aumento sostenido de los costes energéticos en la UE 218
- 4.7 Hogares con gasto energético desproporcionado 221

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 4.8 Acceso a la ayuda de 200 euros 222
- 4.9 Gasto energético en 2019, por tipo de producto, sector, rama de actividad y tamaño 223
- 4.10 Impacto de la crisis energética 224
- 4.11 Impacto del *shock* energético según las características de las empresas afectadas 225
- 4.12 Escenarios de transición energética de la NGFS 227
- 4.13 La eficiencia de las fuentes renovables y la situación comparativa de España 228

## ÍNDICE DE ESQUEMAS

- 1.1 La resiliencia de la economía española en un contexto adverso e incierto 43
- 1.2 El repunte inflacionista en 2022 y la posterior desaceleración de los precios 53
- 2.1 Principales actuaciones desarrolladas y programadas en el PRTR español 90
- 3.1 Principales factores determinantes de la inflación en el área del euro 156
- 3.2 Decisiones de política monetaria del Banco Central Europeo tomadas desde diciembre de 2021 168
- 3.3 Canales de transmisión de un endurecimiento de la política monetaria 171
- 4.1 El papel de distintos actores clave ante la transición ecológica 232

Presentación del gobernador Pablo Hernández de Cos





El *Informe Anual* del Banco de España presenta un balance de la evolución de la economía española en 2022 y en la parte transcurrida de este año, dentro del contexto global y europeo, así como una descripción y evaluación de las políticas económicas desplegadas frente a la crisis energética, y una valoración de las perspectivas y de los principales riesgos para los próximos trimestres (capítulo 1). Con una visión de más largo plazo, desgrana los principales retos estructurales a los que se enfrenta la economía española, con especial énfasis, en esta ocasión, en aquellos factores que han frenado el proceso de convergencia con la Unión Económica y Monetaria (UEM) en las últimas décadas y las reformas necesarias para revertir estructuralmente este retraso (capítulo 2).

El Informe incluye, además, dos capítulos temáticos. El primero repasa la respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) al actual episodio inflacionista en el área del euro y analiza su transmisión a las condiciones financieras, la actividad económica y la inflación (capítulo 3). El segundo se centra en la respuesta de España y de la Unión Europea (UE) a la crisis energética, así como en los retos pendientes en el ámbito energético, incluidos los relacionados con la dependencia exterior y la transición ecológica (capítulo 4), complementando así el capítulo específico sobre los retos climáticos para nuestra economía publicado en el *Informe Anual* del pasado año.

El *Informe Anual* completa, de esta forma, el análisis específico que realiza el Banco de España sobre el sector financiero español y que se concreta en la elaboración semestral del *Informe de Estabilidad Financiera*, el último de los cuales se publicó el pasado mes de abril.

### Los desarrollos macroeconómicos recientes

La evolución económica a lo largo de 2022 y del período transcurrido de 2023 ha venido marcada por dos desarrollos contrapuestos. Al comienzo del pasado año, el levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia condujo a una intensa recuperación de la actividad. Con posterioridad, la invasión rusa de Ucrania aceleró el repunte de los precios de las materias primas que venía produciéndose desde 2021, lo que llevó a una intensificación de las presiones inflacionistas y, en respuesta a ello, a un endurecimiento de las políticas monetarias. Como resultado, se produjo una notable desaceleración del producto interior bruto (PIB) real en la segunda mitad del año.

En todo caso, la actividad económica se ha mostrado más resistente de lo inicialmente previsto, y en los meses transcurridos de 2023 parecen advertirse señales de un renovado dinamismo. En conjunto, el crecimiento del PIB real se situó en el 5,5 % en 2022 en España (3,5 % en el área del euro), con un crecimiento intertrimestral de la economía española del 0,5 % en el primer trimestre de 2023 (0,1 % en el área del euro). Si se toma como referencia el momento previo al inicio de la pandemia, el nivel del PIB real se sitúa todavía un 0,2 % por debajo del observado entonces (2,5 % por encima en el área del euro).

A la resiliencia de la economía habrían contribuido la reversión de las perturbaciones de oferta previas, que se concretó en un descenso de los precios energéticos en los mercados internacionales a partir del verano —al haberse disipado los escenarios más adversos de evolución de la crisis energética—, y la resolución gradual de los cuellos de botella en el comercio internacional surgidos en 2021, lo que llevó a una progresiva moderación de la inflación a partir del otoño. Además, los hogares disponían de amplios colchones de ahorro acumulados durante la pandemia, el repunte de la demanda tras el COVID-19 siguió generando efectos positivos y la transmisión del giro restrictivo de la política monetaria aún no era completa. Todo ello, en un contexto en el que la actividad se ha visto favorecida por el impulso fiscal proporcionado por las medidas desplegadas por las autoridades para paliar las repercusiones de la crisis inflacionista.

En este período, ha sido particularmente destacable el crecimiento del empleo, favorecido por la moderación salarial, con un aumento del número de ocupados acumulado desde el inicio de la pandemia superior al de la actividad y de las horas trabajadas. En términos de su composición, el repunte en los servicios ha sido el motor del crecimiento, especialmente en la primera mitad de 2022. Por el contrario, las ramas de manufacturas intensivas en consumos energéticos se han visto más afectadas por el encarecimiento de estos *inputs*. Asimismo, destaca el dinamismo de las exportaciones, que mostraron una contribución elevada al crecimiento del PIB. Es especialmente reseñable la recuperación del turismo internacional, si bien las exportaciones de servicios no turísticos también están mostrando un comportamiento muy expansivo. Como resultado, la disminución del superávit por cuenta corriente fue relativamente moderada en 2022, a pesar del fuerte ascenso de los precios energéticos.

El repunte de la inflación en España, que comenzó en 2021 y se intensificó en 2022, ha sorprendido por su intensidad y persistencia, al igual que en el resto del área del euro. Inicialmente, la inflación se vio impulsada por el componente energético. Pero este repunte se fue trasladando, a lo largo

del año, tanto a los precios de los alimentos como a los del componente subyacente (esto es, bienes no energéticos y servicios). Tras alcanzar un pico en el último verano, la inflación comenzó a descender, tendencia que se ha prolongado hasta la actualidad. Esta disminución obedece fundamentalmente a la fuerte desaceleración de los precios energéticos, y, solo muy recientemente, se ha observado una ligera reducción de la inflación subyacente.

### Las perspectivas para los próximos años

De acuerdo con las últimas proyecciones del Banco de España<sup>1</sup>, se espera que la economía española presente un grado creciente de dinamismo en los próximos trimestres. En el conjunto de 2023, el avance del PIB se moderaría sustancialmente respecto al de 2022, pero la aceleración progresiva de la actividad permitiría que el crecimiento del PIB superara el 2%, en promedio anual, en 2024 y 2025. De hecho, la información más reciente muestra un crecimiento de la actividad mayor que el previsto en el primer trimestre de este año, lo que, junto con la revisión reciente de la serie histórica, sugieren que el PIB real podría crecer este año por encima del 1,6% previsto en nuestras últimas proyecciones. Al incremento del ritmo de avance del producto contribuirán, entre otros factores, la disminución prevista de las presiones inflacionistas (con la consiguiente recuperación de la confianza y de las rentas reales de los agentes), la desaparición de las disrupciones en las cadenas productivas globales y el despliegue de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU).

No obstante, estas proyecciones están sujetas a una incertidumbre muy elevada, y existen riesgos de que se materialicen escenarios menos positivos. En particular, la eventual duración de la guerra sigue siendo la principal fuente de riesgo para Europa. El curso futuro de la economía mundial también es motivo de preocupación, en un contexto de endurecimiento de la política monetaria a nivel global y de riesgos geopolíticos significativos, a lo que se han añadido las dudas sobre el impacto y la persistencia de las tensiones financieras recientes. Además, en el ámbito interno, subsisten incertidumbres acerca de la posible contribución al consumo privado del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia, y en torno al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa NGEU.

Del mismo modo, las perspectivas de crecimiento dependerán crucialmente de que se concrete la desinflación proyectada. Una mayor persistencia de tasas de inflación elevadas ralentizaría la

<sup>1</sup> [Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2023-2025\)](#).

recuperación y, en caso de observarse dicha persistencia en el área del euro en su conjunto, conduciría con elevada probabilidad a un endurecimiento adicional de la política monetaria y, por tanto, de las condiciones financieras.

### Los retos de medio plazo y el papel de las políticas económicas

La acumulación de perturbaciones negativas en los últimos años ha requerido de la acción decidida de las distintas políticas económicas para mitigar sus consecuencias sobre la economía. Un manejo adecuado de estas políticas seguirá siendo crucial en los próximos trimestres.

Con una visión de largo plazo, resulta fundamental centrar la acción de política económica en España en afrontar los retos estructurales pendientes de nuestra economía, como ilustra la ausencia de convergencia a los niveles de renta per cápita del área del euro en las últimas décadas. Detrás de esta persistente brecha negativa se encuentran dos deficiencias bien conocidas de la economía española: una baja productividad y una reducida tasa de empleo, que además han presentado tradicionalmente una correlación negativa. Dado este diagnóstico, el gran desafío consiste en abordar con decisión las reformas que permitan favorecer la convergencia con la UEM.

Esta convergencia debe producirse, además, sin aumentar los desequilibrios macrofinancieros, de forma que esta sea sostenible en el tiempo. En este sentido, desde el estallido de la crisis financiera global, la economía española ha mostrado un patrón de crecimiento que ha permitido una corrección parcial de los desequilibrios acumulados en la fase expansiva previa.

Cabe destacar el intenso proceso de desendeudamiento de las familias y las empresas españolas; el incremento de la solvencia y liquidez de los balances de las entidades de crédito, tras el intenso proceso de saneamiento y reestructuración y el reforzamiento del marco regulatorio derivados de la crisis financiera global; la mejora de la competitividad —que ha permitido mantener un saldo positivo de la balanza por cuenta corriente desde 2012, incluso a pesar del estallido de la pandemia y de la crisis energética—; y la reducción del peso en la actividad de la inversión en construcción hasta niveles similares a los del conjunto de la UEM.

No obstante, permanecen algunas vulnerabilidades estructurales que condicionan las perspectivas y la sostenibilidad del crecimiento económico de cara al futuro. Entre ellos, destaca el derivado del elevado nivel de endeudamiento público —que desde el inicio de la

crisis financiera ha aumentado en más de 80 puntos su peso en el PIB—, que se acompaña también de un déficit público estructural considerable. Esta situación constituye una importante fuente de vulnerabilidad para nuestra economía, en particular en un contexto de endurecimiento de la política monetaria, al tiempo que reduce el margen de maniobra de la política fiscal para afrontar eventuales perturbaciones negativas futuras.

Asimismo, el Banco de España, así como otras instituciones y analistas, ha puesto de manifiesto en los últimos años las vulnerabilidades que se derivan del incremento de determinadas dimensiones de la desigualdad en nuestro país, en particular de las relativas a la desigualdad de oportunidades. Revertir estas tendencias y mitigar sus efectos adversos de manera sostenible en el tiempo requieren el despliegue de actuaciones públicas en ámbitos muy diversos, que deben ser objeto de una evaluación rigurosa en términos tanto de equidad como de eficiencia.

En este contexto, el uso adecuado de los fondos asociados al programa NGEU y un diseño, implementación y evaluación rigurosos y ambiciosos de las reformas incluidas en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) español representan una oportunidad histórica que no podemos desaprovechar.

#### i) Política monetaria: garantizar la estabilidad de precios

Ante las crecientes tensiones inflacionistas y el repunte en las perspectivas de inflación, el BCE comenzó, a finales de 2021, un proceso de endurecimiento de su política monetaria para cumplir con su objetivo de mantener la inflación del área del euro en el 2 % en el medio plazo. Este endurecimiento ha sido el más intenso y rápido desde la creación de la UEM. Este proceso tiene costes a corto plazo, en términos de menor actividad económica, pero el mantenimiento de la estabilidad de precios es la mayor contribución que el banco central puede hacer para garantizar un crecimiento económico sólido a largo plazo.

De cara al futuro, se prevé que la inflación continúe en niveles elevados en el área del euro durante el resto de 2023, aunque en una senda descendente, que permitiría que se situase cerca de nuestro objetivo del 2 % en el medio plazo. Esta disminución se sustentaría en una combinación de factores, que, por una parte, incluye la desaparición gradual de los efectos asociados a la reapertura de la economía, a las perturbaciones de oferta anteriores (cuellos

de botella en la oferta y precios de la energía elevados) y a la depreciación del euro; y, por otra parte, se vería reforzada por la creciente traslación de la caída reciente de los precios de la energía y por la apreciación del tipo de cambio. También se explica por la moderación de la demanda interna, como consecuencia, entre otros factores, de nuestras decisiones de política monetaria.

No obstante, estas perspectivas están sujetas a un elevado nivel de incertidumbre, motivada, en particular, por la eventual duración de la guerra en Ucrania. Asimismo, si las tensiones en los mercados financieros persisten, supondrán un riesgo a la baja para las perspectivas de crecimiento y la inflación, ya que podrían endurecer las condiciones crediticias más de lo previsto. En sentido contrario, si continúa la reciente reversión de las anteriores perturbaciones de oferta, podrá impulsar la confianza y respaldar un crecimiento mayor de lo esperado actualmente. El mantenimiento de la capacidad de resistencia del mercado de trabajo también podría traducirse en un crecimiento mayor de lo previsto, al fomentar la confianza y el gasto de los hogares.

Adicionalmente, existen factores que pueden retrasar el retorno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo, entre los que destacan la posibilidad de que la transmisión de la reducción de los precios energéticos al resto de los bienes y servicios sea más lenta e incompleta que la de los incrementos previos, la posible aparición de efectos de segunda ronda a través de los salarios y los márgenes empresariales o la incertidumbre sobre la eventual reversión de las medidas de política fiscal aplicadas para paliar los efectos de la inflación.

En este contexto, desde el Consejo de Gobierno del BCE hemos enfatizado que las decisiones futuras de política monetaria continuarán dependiendo de nuestra valoración de las perspectivas inflacionistas a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, de la dinámica de la inflación subyacente y del correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En todo caso, estas decisiones deberán asegurar que los tipos de interés se sitúen en niveles lo suficientemente restrictivos y se mantengan en ese nivel durante el tiempo necesario para lograr que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo.

Asimismo, hemos subrayado que estamos preparados para responder como y cuando sea necesario para mantener la estabilidad financiera en el área del euro, dado que, como pusimos de relieve en la revisión de nuestra estrategia de política monetaria, esta es un

prerrequisito para garantizar la estabilidad de precios. Disponemos de los instrumentos adecuados, tanto para proporcionar la liquidez necesaria al sector financiero como para hacer frente a posibles riesgos de fragmentación de los mercados de deuda. Para esto último, el BCE aplica como primera línea de defensa la flexibilidad en la reinversión de la cartera del PEPP. Pero, si esto no fuese suficiente, contamos, desde julio de 2022, con un nuevo Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés), que podrá activarse en caso necesario, con objeto de garantizar la transmisión adecuada y efectiva de la política monetaria en toda la zona del euro.

## ii) Política presupuestaria: un apoyo focalizado en los más vulnerables, compatible con el inicio del proceso de consolidación fiscal este mismo año

En el actual entorno de elevada inflación, resulta crucial que el tono de la política fiscal no sea incompatible con el endurecimiento de nuestra política monetaria. De ahí la recomendación de que las medidas de apoyo público con el fin de mitigar las consecuencias del repunte de la inflación en los hogares y empresas deben ser temporales, estar muy focalizadas en los más vulnerables —evitando así un impulso fiscal generalizado— y asegurar el mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Además, estas medidas deben retirarse de manera gradual, en paralelo a la reducción ya observada de los precios internacionales. De lo contrario, corremos el riesgo de que una expansión fiscal sostenida incremente las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más contundente de la política monetaria.

El amplio abanico de medidas desplegadas en 2022 y 2023 por los países del área del euro, incluido España, ayudaron a sostener la actividad y a contener la inflación en 2022, y está previsto que lo hagan también en 2023, si bien su retirada impulsará al alza los precios de consumo en los próximos años, especialmente en 2024. Las medidas se han definido, con carácter mayoritario, como temporales. Sin embargo, no se han orientado suficientemente hacia los agentes más vulnerables al *shock* inflacionista, de modo que los efectos sobre estos podrían haber sido mitigados a un coste fiscal menor.

En el caso español, el hecho de que el déficit y la deuda de las Administraciones Públicas (AAPP) mantengan niveles muy elevados hace necesario iniciar, ya en 2023, la implementación de un plan de consolidación fiscal que permita reducir gradualmente esta vulnerabilidad y

recuperar el margen de maniobra de la política presupuestaria ante eventuales perturbaciones negativas en el futuro. Más aún si se tiene en cuenta que la inflación ha contribuido a la reducción del desequilibrio fiscal en 2022, pero su efecto a largo plazo sobre las finanzas públicas será menos favorable o incluso negativo, ya que su impacto al alza sobre el gasto público se produce con un cierto retardo, y que existen algunas dudas sobre el grado de transitoriedad de las elevadas dinámicas de crecimiento de los ingresos impositivos de los últimos años.

No deberíamos perder la oportunidad que significa, además, que, en el corto plazo, el despliegue de los fondos europeos NGEU y de las reformas estructurales del PRTR podría más que compensar la posible ralentización económica que se derivaría del comienzo de este proceso de consolidación fiscal.

Este proceso debe enmarcarse en un cuadro macroeconómico prudente, involucrar al conjunto de las AAPP y traducirse en un plan de medio plazo, en el que se detallen las medidas de ingresos y gastos públicos que garanticen la reducción gradual de los desequilibrios. Esto permitiría reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas e incrementar la credibilidad y la confianza en las políticas económicas. En este sentido, la Actualización del Programa de Estabilidad de España 2023-2026 proyecta una reducción del déficit estructural de 1,2 puntos de PIB acumulados hasta 2026, que se eleva a 1,6 puntos en términos del saldo estructural primario.

El ajuste fiscal debe ser también compatible con una mejora de la calidad de las finanzas públicas, de manera que aumenten su contribución al crecimiento potencial de la economía. Por el lado de los gastos, resulta imprescindible aumentar su eficiencia —en línea con las recomendaciones de las evaluaciones de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal— y optimizar la distribución entre partidas, de manera que se preserven aquellas —como el gasto en educación o en sanidad— que resultan fundamentales para impulsar el crecimiento económico y la igualdad de oportunidades. Por el lado de los ingresos, es preciso llevar a cabo una revisión integral del sistema tributario, en línea con algunas de las directrices del Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria. En particular, parece necesario otorgar un mayor peso relativo a la imposición sobre el consumo, revisar el significativo gasto que implican los beneficios fiscales, mejorar y elevar la fiscalidad medioambiental y aumentar el grado de coordinación y armonización internacional del sistema tributario para afrontar la creciente digitalización y globalización. Estas medidas podrían acompañarse de medidas compensatorias, que mitigaran sus potenciales efectos sobre los más vulnerables.



A la hora de analizar las dinámicas de la deuda pública en el medio y largo plazo, hay que tener en cuenta también el impacto del envejecimiento poblacional sobre el gasto público en pensiones, sin olvidar que este fenómeno también presionará al alza otras partidas de gasto, como el sanitario o el asociado al cuidado de los mayores.

En los últimos años se han llevado a cabo varias reformas del sistema de pensiones, que han comportado la reversión de los elementos principales de la aprobada en 2013 y la introducción de nuevas modificaciones, orientadas principalmente a fortalecer los ingresos de la Seguridad Social y a retrasar la edad efectiva de jubilación.

La estimación del impacto que las distintas medidas aprobadas podrían tener sobre los gastos y los ingresos del sistema a lo largo de las próximas décadas se encuentra sometida a una elevada incertidumbre. En todo caso, el amplio abanico de estimaciones disponibles —del Banco de España y de otras instituciones— sugiere que, como resultado de los diversos cambios normativos adoptados desde 2021, nuestro sistema de pensiones deberá afrontar mayores obligaciones de gasto en el largo plazo, que no han sido plenamente compensadas por el lado de los ingresos. A esto se añade la incertidumbre que el impacto de los incrementos de cotizaciones sociales adoptados podría tener sobre el empleo, los salarios y la competitividad. De acuerdo con estas estimaciones, será necesario que, en el marco del nuevo mecanismo automático de ajuste establecido, se adopten nuevas medidas para reforzar la sostenibilidad financiera del sistema. Se hace también necesaria una evaluación rigurosa, continua y transparente de los efectos de estas reformas, incluyendo sus consecuencias sobre la equidad intergeneracional.

### iii) Un pacto de rentas para evitar que se enquiste la inflación

Es importante recordar que una gran parte de la elevada inflación observada en los dos últimos años tiene su origen en el repunte de los precios de las materias primas, que ha ocasionado un encarecimiento relativo muy importante de los bienes que compramos a otros países frente a los bienes que les vendemos. En otros términos, se ha producido lo que los economistas llamamos “un deterioro de la relación real de intercambio”, que no supone otra cosa que una pérdida de riqueza y de bienestar, que, además, es inevitable en el corto plazo.

Puesto que la pérdida es inevitable, lo que debemos perseguir es una distribución equitativa de ella entre trabajadores y empresas, con el fin de impedir la espiral inflacionista que se

producirá si ambos intentaran evitar unilateralmente la pérdida, manteniendo, respectivamente, sus salarios reales y sus márgenes empresariales. Un proceso de esta naturaleza exacerbaría las consecuencias negativas del aumento de las importaciones para la competitividad de la economía, lo que redundaría en pérdidas de empleo y de producto.

Hasta el momento, en nuestro país se ha producido una caída significativa de los salarios reales en 2022. Paralelamente, los márgenes empresariales han crecido desde comienzos de 2021, tras reducirse de forma notable en 2020, si bien con una elevada heterogeneidad a nivel sectorial y de empresa.

Por el momento, por tanto, no se ha dado el temido proceso de realimentación de crecimientos de salarios, márgenes y precios, pero ello no hace que se pueda descartar en el futuro. Para evitarlo, como llevo solicitando desde el otoño de 2021, sería deseable un pacto explícito de rentas que determine un reparto equitativo entre empresas y trabajadores de esa pérdida de renta real provocada por el encarecimiento de las materias primas importadas. En este sentido, resulta muy importante que el preacuerdo existente entre la patronal y los sindicatos en esta materia, del que se desconocen a fecha de cierre de este informe todos sus extremos, se concrete, cuanto antes, en unas orientaciones para la negociación colectiva que permitan evitar el riesgo de espiral inflacionista<sup>2</sup>. Un acuerdo con estas características proporcionaría un compromiso con la estabilidad macroeconómica y un entorno de confianza que resulta fundamental en el actual contexto inflacionista y de elevada incertidumbre.

#### iv) **Un programa de reformas estructurales ambicioso, que permita la convergencia sostenible con Europa**

Como subrayaba con anterioridad, el gran reto para la política económica en España debería ser favorecer la convergencia en renta con la UEM. Para ello, el foco debe ponerse en la implementación de las reformas necesarias para aumentar la productividad y la tasa de empleo, lo que, unido a otras actuaciones específicas, debería también permitir la reducción de nuestras vulnerabilidades.

La mejora de la productividad exige acciones en múltiples ámbitos, que incluyen eliminar aquellos factores que limitan el crecimiento empresarial o la reasignación de recursos entre

<sup>2</sup> Para un detalle de los elementos fundamentales que debería tener un pacto de rentas que garantice este objetivo, véase mi comparecencia el 1 de junio de 2022 en el Congreso de los Diputados para la presentación del *Informe Anual 2021*.

sectores y empresas. Más allá de iniciativas recientes, como la Ley de Creación y Crecimiento de Empresas o la Ley de Fomento del Ecosistema de Empresas Emergentes, cuya efectividad será necesario evaluar con el tiempo, lograr estos objetivos exige, entre otras medidas, la revisión de aquellos umbrales regulatorios que puedan desincentivar el crecimiento empresarial, la reducción del plazo de pago de las AAPP —que dificulta la financiación de las pequeñas empresas—, garantizar la unidad de mercado, fomentar la competencia y ampliar las fuentes de financiación empresarial disponibles.

Asimismo, se necesita impulsar las actividades de innovación con un diseño adecuado de los mecanismos públicos que permita canalizar la financiación hacia proyectos que generen externalidades positivas, favoreciendo las sinergias entre distintas iniciativas públicas y privadas, y una revisión de los incentivos fiscales a la inversión en I+D+i. Todo ello, sin olvidar la necesidad de reforzar la confianza en las instituciones públicas y de impulsar su modernización, a través del fomento del uso eficiente de los recursos públicos y de la creación de una cultura de evaluación de las políticas públicas que permita una mejora continuada de su eficacia.

Por su parte, elevar la tasa de empleo es especialmente relevante en un contexto de envejecimiento de la población y de tendencia secular de caída de las horas trabajadas. Para ello, es necesario adecuar el marco institucional de nuestro mercado laboral y mejorar el capital humano.

El mercado de trabajo español ha presentado tradicionalmente una elevada incidencia de la contratación temporal, una determinación de salarios escasamente relacionada con el nivel de productividad de cada empresa, y unas políticas pasivas y activas de empleo ineficaces. Desde la pandemia se han introducido cambios normativos, como la Reforma Laboral de 2021, que han reducido la tasa de temporalidad, pero cuya evaluación general exigirá considerar múltiples dimensiones y una perspectiva temporal más amplia. Asimismo, la Ley de Empleo o los cambios en la prestación de desempleo buscan asegurar la compatibilidad de la protección de los colectivos más vulnerables con unos incentivos adecuados a la oferta de trabajo.

En todo caso, de cara al futuro, para que los servicios públicos de empleo desempeñen un papel más relevante en la intermediación laboral —muy reducido en la actualidad— y sus actividades de formación e inserción laboral sean más efectivas, se requiere un perfilado profesional apropiado de los desempleados, una evaluación rigurosa de los programas de formación e inserción laboral, y la adecuación de los recursos destinados a estos programas

a los resultados de la evaluación. Por su parte, hacer compatible la protección de los colectivos más vulnerables con unos incentivos adecuados a la oferta de trabajo exige una mayor coordinación de las políticas activas y pasivas. Es preciso también realizar un seguimiento continuo de la capacidad de las políticas migratorias para aliviar de manera efectiva los desajustes que se produzcan en el mercado laboral.

En cuanto al capital humano, a pesar de la significativa mejora en las últimas décadas, el nivel educativo de la población española se encuentra por debajo del que se observa en el promedio de la UEM. Esto reduce el crecimiento potencial de la economía y merma la igualdad de oportunidades, ya que existe evidencia de que las diferencias en el nivel educativo resultan muy persistentes entre generaciones. En este contexto, se hace necesario un análisis pormenorizado del nivel y de la eficiencia del gasto público en educación en nuestro país, así como la adaptación del sistema educativo y de formación profesional al nuevo entorno tecnológico y demográfico. Deben también evaluarse las reformas recientes en este ámbito —leyes de educación, formación profesional y del sistema universitario— para lograr estos objetivos.

Es también crucial prestar atención al impacto diferencial que las políticas públicas tienen sobre distintos grupos poblacionales. El Banco de España ha puesto crecientemente el énfasis de su análisis en la desigualdad, tanto en términos generales como en relación con aspectos específicos, como, por ejemplo, el impacto heterogéneo sobre los hogares de la inflación, el incremento de su vulnerabilidad financiera ante las subidas en los tipos de interés, la exclusión financiera de determinados colectivos, la exposición asimétrica a la transición ecológica o el análisis del fenómeno de la despoblación de determinados territorios y las persistentes diferencias de renta per capita entre regiones.

Mitigar los efectos adversos que implican las distintas vulnerabilidades sociales identificadas requiere el despliegue de actuaciones públicas en dimensiones muy diversas. Por ejemplo, en los ámbitos de la regulación —entre otros, del mercado laboral y del mercado de la vivienda—, del sistema tributario, de la provisión de servicios públicos —como la educación y la sanidad—, y de las políticas de rentas y transferencias. La mejora de la productividad y de la tasa de empleo son, de hecho, elementos fundamentales de una estrategia que persiga una reducción sostenible de la desigualdad. Y estas actuaciones deben ser objeto de una evaluación rigurosa en términos tanto de equidad como de eficiencia.

Un ámbito en el que se aprecia una especial vulnerabilidad son las condiciones de acceso a la vivienda, que se han endurecido en los últimos años, en régimen tanto de propiedad como de alquiler. Así, se constata una acusada reducción en el porcentaje de hogares propietarios de vivienda, particularmente entre los jóvenes, de forma que el incremento de la demanda de alquiler se habría concentrado en este colectivo, en los hogares de menor renta y en determinadas áreas geográficas. Esta situación, muy relacionada con la del mercado laboral, habría contribuido a un aumento en la desigualdad de la riqueza en nuestro país. Además, una dinámica de los precios del alquiler por encima de las rentas del trabajo ha aumentado la proporción de población en riesgo de exclusión social y de hogares con capacidad de gasto restringida en otros bienes y servicios.

El insuficiente crecimiento de la oferta para absorber el fuerte incremento de esta demanda explicaría, en buena medida, el elevado dinamismo de los precios del alquiler. Frente a ello, la futura Ley por el Derecho a la Vivienda pone el énfasis en el necesario incremento de la oferta de vivienda en alquiler y establece algunas medidas que actúan sobre los precios. Estas últimas incluyen limitaciones a la actualización de las rentas del alquiler y la posibilidad de limitar los precios del alquiler en zonas tensionadas. A este respecto, los estudios económicos muestran que los controles de precios pueden generar efectos adversos sobre la oferta de alquiler, tanto en cantidad como en calidad, de modo que, en último término, lejos de lograr un abaratamiento de las viviendas arrendadas, se termine dando lugar a mayores niveles de precios. En este contexto, será fundamental evaluar con rigor la capacidad de esta nueva norma para alcanzar de forma efectiva sus objetivos. En particular, resulta necesario prestar atención a las señales de aparición de los efectos adversos mencionados, de manera que se adapte la normativa para evitar su materialización.

#### v) Afianzar un sector bancario saneado en una regulación global reforzada

Las tensiones financieras de los últimos meses a consecuencia de las crisis de distintos bancos estadounidenses de tamaño mediano y de Credit Suisse han llevado, a escala global, a un aumento de la preocupación por los riesgos vinculados a la liquidez y costes de financiación del sector bancario. Este episodio pone en evidencia, una vez más, la importancia de que las entidades financieras cuenten con los recursos necesarios para absorber perturbaciones inesperadas.

En este contexto, los bancos del área del euro y, en particular, los españoles presentan, en términos agregados, una alta capacidad de resistencia y posiciones de solvencia y de liquidez elevadas. Esto ha sido resultado de la reforma regulatoria acordada a escala internacional en la última década, que, en el caso de la UE, se ha aplicado a todas las entidades bancarias, con independencia de su tamaño. En el mismo sentido, hay que subrayar el papel preventivo de la supervisión de las entidades financieras. En el seno del Mecanismo Único de Supervisión, ya antes de que se pusieran de manifiesto los eventos bancarios recientes, se establecieron determinadas prioridades supervisoras que precisamente trataban de mitigar y anticipar potenciales efectos adversos del contexto macroeconómico actual. En particular, se puso el foco supervisor en el riesgo de tipos de interés que afrontaban las entidades y en la sostenibilidad de sus planes de financiación, y en el análisis de los riesgos derivados de las exposiciones al sector financiero no bancario.

En el caso español, además, son notables tanto la fuerte orientación del modelo de negocio hacia el segmento minorista, que refuerza la capacidad de absorber perturbaciones adversas en las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, como su evolución financiera favorable en el período reciente. De hecho, la rentabilidad sobre capital del sector bancario español repuntó de manera significativa en 2022 y se situó ampliamente por encima del nivel medio del coste del capital. También ha mejorado la calidad de sus balances, con un nuevo descenso de la morosidad, y sus ratios de solvencia y liquidez se situaron con un amplio margen de colchón sobre los requerimientos regulatorios mínimos.

Más allá de las consideraciones anteriores, en una coyuntura en la que ha sido necesario un rápido aumento de los tipos de interés, los bancos afrontan distintos riesgos de signo opuesto sobre sus márgenes de interés, el valor de sus tenencias de instrumentos financieros y la calidad crediticia de sus balances. Por un lado, aquellos bancos en los que los tipos medios de activo se han adaptado más rápido a la nueva situación que los de pasivo (e. g., aquellos con mayor peso de los préstamos a tipo variable y/o con menores plazos de vencimiento, y con un mayor peso de la financiación minorista) están experimentando una mejora sustancial de los márgenes de interés, lo que ha impulsado su rentabilidad. Por el contrario, aquellas exposiciones financieras con una remuneración fija (e. g., tenencias de bonos, especialmente cuanto mayor es su plazo de vencimiento) han visto reducido su valor. Además, conforme se prolongue el período de tipos de interés más elevados, es más probable que se produzcan ajustes adicionales al alza del coste de

financiación de los bancos y un deterioro de la calidad del riesgo de crédito. La medida en la que distintos bancos y sistemas financieros estén posicionados frente a estos riesgos, que se ha convertido en el foco de atención de los inversores, determinará su grado de resistencia.

En este sentido, en un entorno de incertidumbre tan elevado, incluido en relación con el grado de endurecimiento de la política monetaria, resulta necesario que nuestras entidades lleven a cabo una política prudente de planificación de provisiones y de capital. Así, una política que destine parte del incremento de los beneficios que se están produciendo en el corto plazo a aumentar adicionalmente su capacidad de resistencia permitiría afrontar en mejor situación las posibles pérdidas que se produjeran en caso de que se materializasen los peores escenarios de riesgo.

Además, una mejora de la gobernanza y del funcionamiento de la UEM haría una enorme contribución a la reducción de la vulnerabilidad del sistema financiero europeo. En particular, se hace necesario culminar la unión bancaria a través de la creación de un fondo europeo de garantía de depósitos plenamente mutualizado. Un eventual acuerdo para la creación de este mecanismo daría un impulso a la confianza de los ciudadanos y de los mercados, y contribuiría a una mayor compartición de riesgos en el área del euro y, por tanto, a reducir potenciales episodios de fragmentación. Además, ayudaría a alinear la responsabilidad financiera con los mecanismos de toma de decisiones de supervisión bancaria y resolución, que ya se encuentran centralizados.

Asimismo, es necesario analizar en profundidad los acontecimientos recientes desde una perspectiva regulatoria y supervisora a escala global. La Reserva Federal de Estados Unidos ya ha publicado una evaluación de las razones que están detrás de lo sucedido en su país. En el Comité de Estabilidad Financiera y en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea hemos iniciado un análisis de los desarrollos recientes que nos permita extraer lecciones. Son estos ejercicios los que nos permiten afinar la normativa para que pueda adaptarse de forma continuada ante circunstancias cambiantes. Todo ello, sin olvidar que queda pendiente la transposición a la normativa comunitaria del último eslabón de la reforma regulatoria, conocida como «Basilea-III». Se hace necesaria una transposición completa y consistente de esta normativa para cubrir las deficiencias pendientes, en particular en la definición de los activos ponderados por riesgo de las entidades.

Por último, es necesario tener presente que los retos de corto y medio plazo impuestos por el período reciente de crisis extraordinarias no hacen menos urgente abordar los desafíos estructurales del sector bancario, como los vinculados a la gestión de los riesgos climáticos, la digitalización y la creciente competencia de empresas tecnológicas.

#### vi) Más Europa para afrontar los retos comunes

La guerra en Ucrania ha puesto de relieve las extraordinarias vulnerabilidades a las que conlleva la particular configuración energética de España y del resto de la UE. El *mix* energético existente —en el que los combustibles fósiles suponen casi tres cuartas partes del consumo de energía—, las considerables dependencias externas —pues importamos la práctica totalidad de esos combustibles— y la ausencia de suficientes infraestructuras de interconexión energética dentro de la UE —especialmente incompletas en los segmentos de electricidad y de gas natural— han configurado un entorno proclive para que una perturbación adversa como la derivada de la guerra en Ucrania tenga un impacto negativo muy significativo sobre las economías europeas.

Ciertamente, la exposición relativa de los países de la UE a estas vulnerabilidades es muy dispar. Pero ninguno de ellos escapa a estos efectos desfavorables. La elevada magnitud del desafío y el hecho de que se trate de una perturbación común enfatizan la importancia de que, al igual que en el caso de la pandemia, la respuesta sea asimismo conjunta. En definitiva, la respuesta a la guerra en Ucrania debe ser —una vez más— más Europa. De hecho, la reacción a la crisis ha incluido numerosos elementos paneuropeos, que han complementado las medidas tomadas por las autoridades nacionales. Esta respuesta conjunta y la notable capacidad de adaptación que han mostrado las economías de la UE han permitido evitar escenarios potencialmente muy disruptivos.

Sin embargo, corregir las deficiencias estructurales existentes exigirá, en las próximas décadas, el despliegue masivo de fuentes de energía renovables, mejoras adicionales en materia de eficiencia energética y un mayor desarrollo de las infraestructuras de interconexión. Algunas de las bases sobre las que debería apoyarse este proceso de transformación ya se han establecido, como las distintas iniciativas englobadas en el contexto del Pacto Verde Europeo y los programas NGEU y REPowerEU. En el caso español, a pesar de los retos que también implica, el impulso de las energías renovables podría suponer una gran oportunidad,



dado que somos el segundo país de la UE con mayor potencial de producción de energía eólica terrestre y el primero de energía solar, y contamos con empresas líderes mundiales en estos sectores.

En cualquier caso, alcanzar los compromisos energéticos y climáticos asumidos —muy ambiciosos— sigue suponiendo un desafío de una extraordinaria envergadura, en particular en los ámbitos de la financiación y del desarrollo tecnológico. Este proceso también provocará un incremento sustancial de la demanda de algunas materias primas —como las tierras raras—, que son escasas en la UE, lo que podría dar lugar a nuevas dependencias externas de terceros países.

Por todo ello, resulta fundamental que las políticas europeas sigan respondiendo a estos desafíos de manera conjunta. Esta respuesta debe ser ágil, aportar certidumbre y evitar que la transición ecológica acabe provocando una pérdida estructural de competitividad para nuestro tejido productivo. En particular, en materia de financiación, el volumen de recursos necesario para afrontar las inversiones asociadas con la transición energética y climática va mucho más allá de las cantidades contempladas en los programas europeos actuales y de las posibilidades nacionales de muchos de los países. Por este motivo, se requerirán avances más decididos en la colaboración público-privada y en la financiación pública común de estos bienes públicos para la UE; por ejemplo, a través del establecimiento de una capacidad fiscal permanente a escala europea.

Además, los retos a los que se enfrenta el área del euro requieren reformas profundas de su arquitectura institucional que mejoren su funcionamiento. La presidencia española de la UE en el segundo semestre de este año constituye una buena oportunidad para dar un impulso decidido a estas reformas.

Así, se hace necesario, en primer lugar, acelerar la revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Garantizar la estabilidad macroeconómica y el correcto funcionamiento de la UEM exige un marco de disciplina fiscal que promueva la sostenibilidad de las finanzas públicas. A este respecto, la actual infraestructura institucional europea presenta muchas deficiencias, y los sucesivos intentos por corregirlas se han plasmado en un conjunto de reglas complejo y procíclico, que no ha evitado la acumulación de desequilibrios fiscales y macroeconómicos, y que no presenta grandes incentivos para su aplicación.

Recientemente, la Comisión Europea ha planteado una reforma de las reglas fiscales, cuyo elemento central es consensuar planes presupuestarios multianuales con los Estados que tengan como objetivo principal garantizar que las ratios de deuda pública sobre PIB se sitúen en una senda descendente o permanezcan en niveles prudentes. Estos compromisos fiscales se harían operativos mediante una regla de gasto. Por otra parte, los plazos de los programas de ajuste fiscal podrían ampliarse si se realizan reformas estructurales e inversiones que incidan positivamente en el crecimiento potencial y mejoren la sostenibilidad de la deuda.

Entre los elementos positivos de esta propuesta, cabe destacar que el foco del debate se sitúe en la sostenibilidad de la deuda, que se plantee una regla de gasto como instrumento de ajuste fundamental —dado que el gasto es la principal variable bajo el control de las autoridades fiscales—, que se tenga en cuenta la interacción entre reformas e inversiones y el ritmo de ajuste fiscal, y que se prevea una mayor heterogeneidad entre países. Sin embargo, también debería incorporar un sistema más claro de incentivos para remediar el comportamiento procíclico de las finanzas públicas y favorecer un ritmo más acelerado de consolidación durante las épocas de bonanza. Además, esta propuesta podría resultar poco efectiva para reducir la complejidad actual de las reglas fiscales, ya que los análisis de sostenibilidad de la deuda presentan notables dificultades prácticas.

En todo caso, más allá de las reglas fiscales, existe un considerable margen de mejora para seguir reforzando la infraestructura institucional europea y su gobernanza económica. En particular, sería conveniente la creación de una capacidad fiscal central permanente, quizás materializada en torno a un sistema de seguro de desempleo europeo, así como un instrumento de financiación común que dé continuidad al programa NGEU. Esto resulta crucial para limitar el riesgo de que puedan interrumpirse algunas de las inversiones que son fundamentales para la digitalización, la lucha contra el cambio climático o la autonomía estratégica abierta de la UE. Todo ello, sin olvidar los importantes avances que aún son necesarios para la culminación de la unión bancaria y de la unión de los mercados de capitales.

\* \* \* \* \*

En definitiva, afrontar con decisión los retos a los que se enfrenta la economía española en los próximos años requerirá de políticas económicas ambiciosas y con vocación de permanencia.

En este sentido, España vivirá en los próximos meses distintos procesos electorales, a nivel tanto local como autonómico y general, que deberían dar pie a un debate profundo sobre estos retos. Eventualmente, deberían emerger unos consensos mínimos sobre cuáles son las políticas más adecuadas para afrontarlos, de manera que se garantice su persistencia en el tiempo, elemento clave para garantizar su éxito. De ello dependerá, en gran medida, nuestra capacidad para garantizar una mejora sostenible del bienestar de los ciudadanos y la convergencia real con nuestros socios europeos.

Finalmente, es importante subrayar que, para diseñar y aplicar adecuadamente numerosas y ambiciosas reformas estructurales, resulta particularmente relevante generalizar la evaluación de las políticas públicas e incorporar el resultado de estas evaluaciones a la toma de decisiones por parte de los poderes públicos<sup>3</sup>. La cultura de la evaluación necesita, además, de los datos adecuados. Sin datos de calidad, disponibles oportunamente y con la suficiente granularidad, una buena evaluación no es posible. Pues bien, en su actividad diaria, las AAPP acumulan una información ingente, cuyo tratamiento y cruce amplían de manera acelerada las capacidades de diagnóstico y de evaluación, en particular si se ponen a disposición de la comunidad investigadora. Se hace urgente que todas las AAPP trabajen conjuntamente en esta dirección<sup>4</sup>.

En una sociedad democrática, estas evaluaciones deben desempeñar un doble papel político y técnico. En el ámbito político, la evaluación del diseño y de los efectos de las políticas públicas debe servir para promover la transparencia sobre las actuaciones de los responsables políticos y sobre sus resultados, lo que facilita la rendición de cuentas y el control democrático por parte del Parlamento y de los ciudadanos. Pero también cumple una función técnica, al permitir alimentar el proceso de toma de decisiones con información valiosa para mejorar su eficacia y su eficiencia. Por eso, promover «políticas basadas en evidencias» equivale a realizar tanto un alegato técnico a favor de la eficacia como una afirmación política en favor del control democrático del poder por los ciudadanos y sus representantes.

3 En este sentido, en diciembre de 2022 se aprobó la Ley 27/2022, de 20 de diciembre, de institucionalización de la evaluación de políticas públicas en la Administración General del Estado.

4 El laboratorio de datos puesto en marcha recientemente por el Banco de España (BELab) es un buen ejemplo de este servicio a la sociedad, ya que pone a disposición de los investigadores los microdatos de muchas de nuestras principales bases de datos. También lo es el acuerdo reciente entre el Instituto Nacional de Estadística, la Agencia Estatal de Administración Tributaria, la Seguridad Social y el Banco de España, para el diseño conjunto de un sistema colaborativo de datos al que los investigadores tendrán acceso, siempre que la información vaya a ser utilizada con fines científicos de interés público.

El *Informe Anual* del Banco de España tiene precisamente como vocación contribuir a un diagnóstico riguroso de los retos de la economía y ayudar a la evaluación de los distintos instrumentos de política económica disponibles para abordarlos.

**Pablo Hernández de Cos**

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2022*.

10 de mayo de 2023.

# Informe Anual en breve

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

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

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



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

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

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

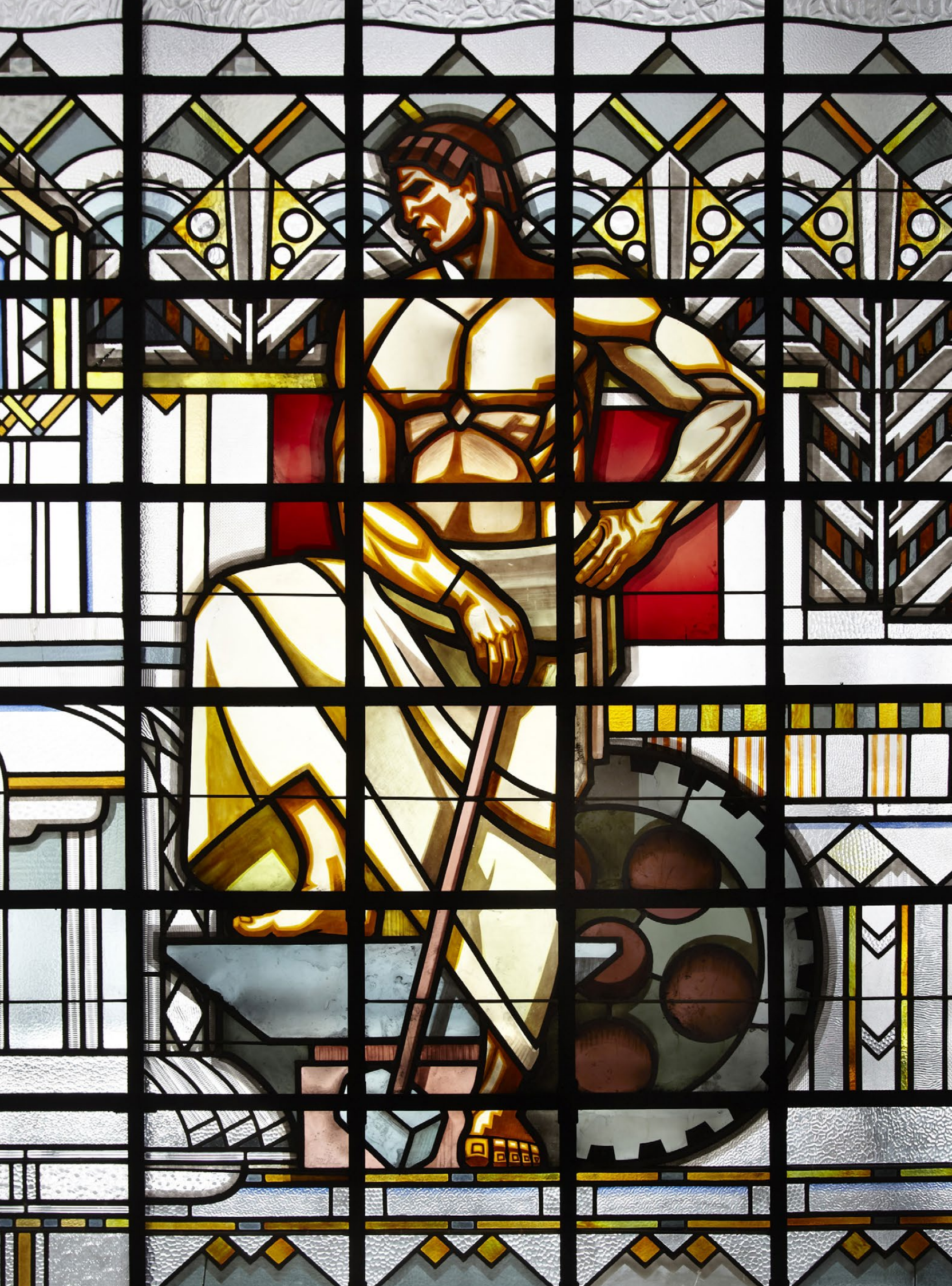
<p><b>El capítulo analiza la transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras (cont.)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Canal renta: las rentas de los hogares y de las empresas ya se han empezado a ver afectadas por el aumento de los tipos de interés. En España, los efectos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

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

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

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

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





# 1

## LA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN UN CONTEXTO ADVERSO E INCIERTO



## 1 Introducción

**La economía mundial está sufriendo las consecuencias del mayor repunte inflacionista en medio siglo.** El episodio actual de elevada inflación respondió, inicialmente, a la intensidad de la recuperación tras la pandemia y a las alteraciones en las cadenas globales de producción, pero en Europa su causa ha sido, sobre todo, el alza de precios energéticos y de los alimentos con origen en las tensiones geopolíticas que culminaron en la guerra en Ucrania, si bien han ido ganando peso los factores de demanda<sup>1</sup>.

**En conjunto, estos desarrollos presionaron a la baja la actividad económica a lo largo de 2022.** La pérdida de renta que supuso el aumento del precio relativo de los bienes energéticos importados en Europa afectó a las decisiones de consumo e inversión de hogares y empresas, en un contexto caracterizado, además, por una elevada incertidumbre global, que llegó a poner en duda la seguridad del suministro energético durante los meses de invierno.

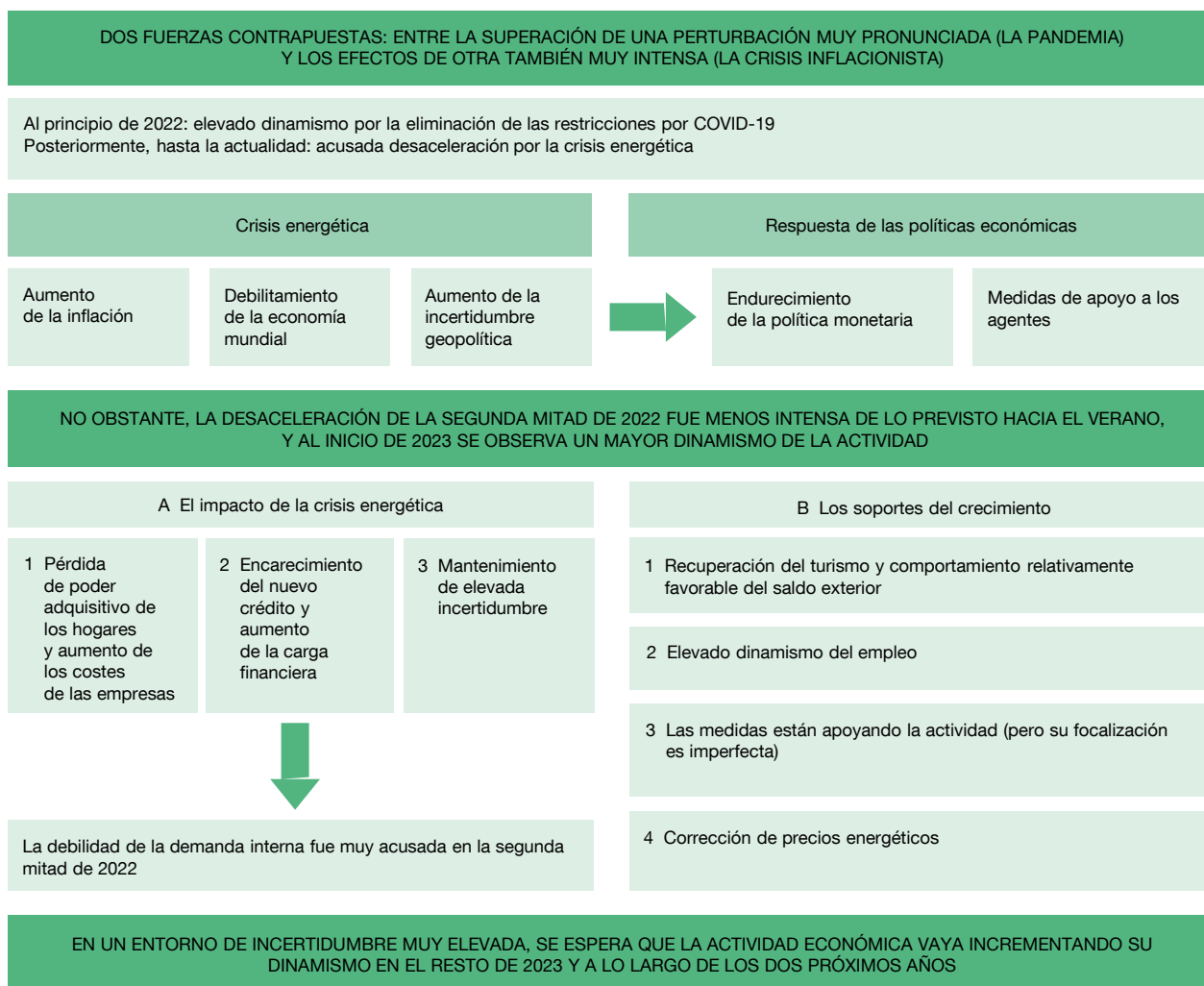
**En respuesta al *shock* inflacionista, los principales bancos centrales han llevado a cabo un endurecimiento rápido e intenso de la política monetaria, que ha impactado sobre las condiciones financieras.** Los bancos centrales han elevado de forma notable los tipos de interés de política monetaria, a un ritmo sin precedentes en el caso del área del euro, y han iniciado el proceso de reducción del tamaño de sus balances.

**El endurecimiento de las condiciones financieras está afectando gradualmente a la actividad económica.** El aumento del coste del nuevo endeudamiento ha comenzado a tener efectos en la demanda de crédito, al tiempo que algunos agentes están experimentando mayores dificultades en el acceso al crédito. Adicionalmente, la carga del servicio de la deuda se ha incrementado para los agentes endeudados a tipo variable o que han tenido que refinanciar las deudas que han vencido, lo que acrecienta su vulnerabilidad financiera.

**En este contexto adverso, la actividad económica en España mostró mayor resiliencia de lo esperado.** En la primera mitad del año, el crecimiento del PIB se vio impulsado de forma notable por la eliminación de las restricciones asociadas a la pandemia y por la fortaleza de la actividad turística, como consecuencia de la recuperación de las entradas de turistas internacionales, lo que, además, contribuyó al sostenimiento del saldo por cuenta corriente (véase esquema 1.1). No obstante, la crisis energética ha empujado la inflación importada a niveles muy elevados, lo que ha dañado el poder adquisitivo de las rentas de las familias y

<sup>1</sup> Para una explicación más detallada de los factores que subyacen a este episodio inflacionista, véase Banco de España (2022).

**LA RESILIENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN UN CONTEXTO ADVERSO E INCIERTO**



FUENTE: Banco de España.

empresas españolas. Esto se tradujo en una debilidad significativa del gasto en consumo e inversión en la segunda mitad del año. En todo caso, el avance del producto fue algo más vigoroso de lo previsto, en parte porque la crisis energética también se moderó y se descartaron los escenarios menos favorables en los que Europa podría haberse visto sometida, a lo largo del último invierno, a algún tipo de interrupción de los suministros energéticos. En los primeros meses de 2023 se ha observado un mayor dinamismo de la actividad, con un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,5 % en el primer trimestre (0,1 % en el área del euro).

**Las acciones adoptadas a escala nacional para paliar las consecuencias de la crisis energética han ayudado al sostenimiento de la actividad** (véase recuadro 1). No obstante, dichas actuaciones han de dotarse de un carácter más focalizado, de modo que protejan a los agentes más vulnerables, y han de ser compatibles con el inicio, ya en 2023, de un proceso

gradual de consolidación presupuestaria que suponga una reducción del déficit estructural de nuestras cuentas públicas este año (véase el capítulo 2 de este Informe).

**Las previsiones de evolución de la actividad en el horizonte 2023-2025 son favorables, aunque persiste una incertidumbre muy elevada.** Se espera que la actividad se vea favorecida por la disminución de las presiones inflacionistas, lo que contribuirá a la recuperación de las rentas reales de hogares y empresas, y por la intensificación del despliegue de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU). En todo caso, persisten riesgos de distinta naturaleza, entre los que destacan la posibilidad de que se produzcan nuevos episodios de inestabilidad geopolítica global, que podrían conllevar alzas de los precios energéticos. Asimismo, el ritmo de descenso de la inflación subyacente está sujeto a una elevada incertidumbre, asociada a la intensidad de aspectos como la fortaleza de la demanda y la posible aparición de efectos de segunda vuelta sobre márgenes o salarios. Además, si la persistencia de la inflación fuera, a escala del área del euro, mayor de lo esperado, ello llevaría a un endurecimiento adicional de la política monetaria, que presionaría a la baja el consumo y la inversión.

## 2 La inflación y la incertidumbre han debilitado la actividad económica mundial

**La economía mundial ha estado marcada por la persistencia de las presiones inflacionistas y el endurecimiento de las políticas monetarias** (para más detalles, véase el capítulo 3 de este Informe. Las alzas de las tasas de inflación, que han sido generalizadas en las distintas áreas geográficas, han sorprendido por su intensidad y persistencia. Fundamentalmente, estas presiones inflacionistas han respondido a factores globales, que incluyen la recuperación de la demanda asociada a la reapertura de las economías tras la crisis sanitaria, el encarecimiento de las materias primas —energéticas y no energéticas—, y las distorsiones en las cadenas productivas y logísticas globales<sup>2</sup>.

**El abaratamiento de las materias primas energéticas a partir del verano pasado ha permitido que la inflación haya comenzado a moderarse.** La desaceleración de estos precios ha sido intensa (véase gráfico 1.1.1), lo que, junto con efectos base negativos de elevada magnitud, explica que la inflación general en la Unión Económica y Monetaria (UEM) haya descendido hasta el 6,9 % en marzo de 2023, tras alcanzar un pico del 10,6 % en octubre del pasado año<sup>3,4</sup>.

**Sin embargo, las presiones inflacionistas se mantienen elevadas, tras haberse generalizado al conjunto de la cesta de consumo.** El aumento de los costes de la energía

2 Banco de España (2022).

3 Los cambios en la tasa interanual de inflación entre dos meses consecutivos no dependen solo de la evolución de los precios entre esos dos meses, sino también de su evolución entre los mismos meses del año anterior. En términos generales, los efectos base reflejan el cambio en la tasa de inflación debido a las variaciones en los precios que tuvieron lugar un año antes.

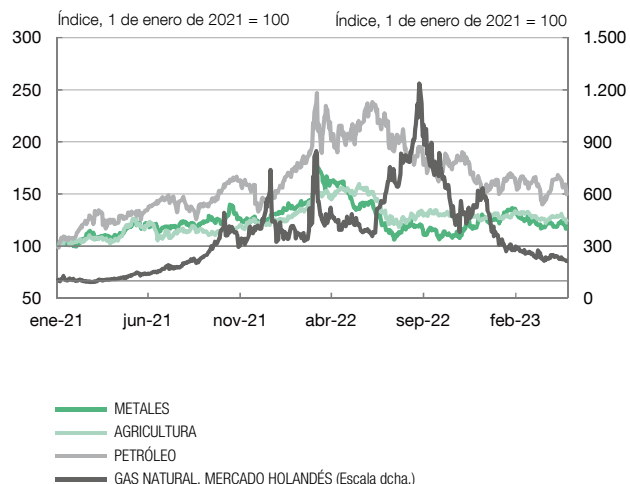
4 De acuerdo con el indicador adelantado del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), publicado con posterioridad a la fecha de cierre de este capítulo, la tasa de inflación se situó en abril en el 7 %.

Gráfico 1.1

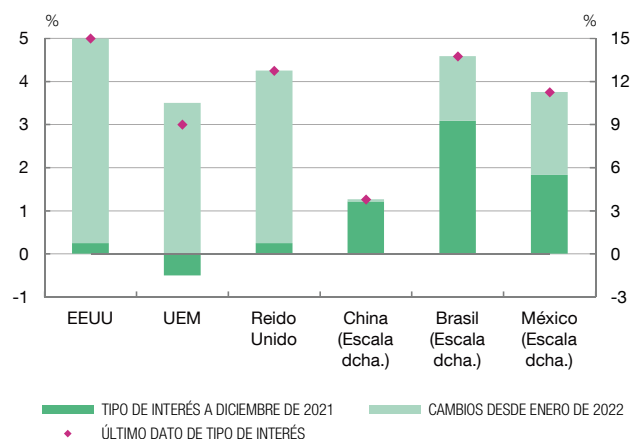
### LA ECONOMÍA MUNDIAL SE DESACELERÓ EN 2022

La economía global se desaceleró en 2022, en un contexto marcado por el incremento de la incertidumbre tras la invasión de Ucrania por Rusia, la elevada inflación y políticas monetarias más restrictivas. En 2023 se espera una disminución de las tasas de inflación, acompañada de un crecimiento moderado de la actividad.

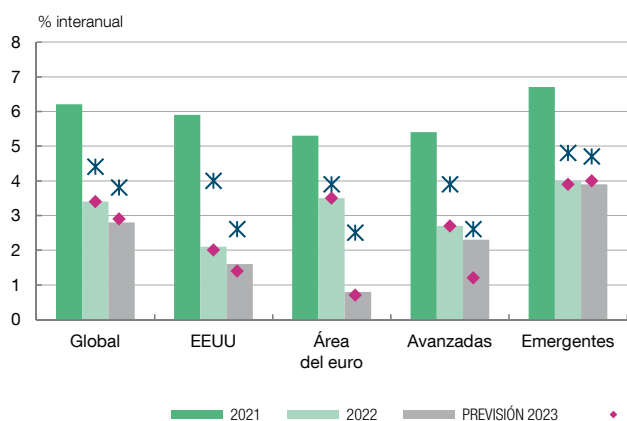
1 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



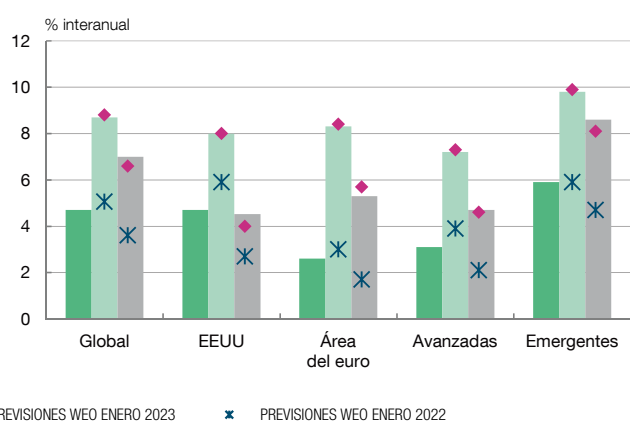
2 TIPOS DE INTERÉS



3 PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA ACTIVIDAD FMI WEO abril 2023



4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN FMI WEO abril 2023



FUENTES: FMI World Economic Outlook y Refinitiv.



y de otras materias primas ha tenido efectos indirectos significativos sobre la inflación no energética y explica, en una proporción muy elevada, el repunte de los precios del resto de los bienes y servicios de la cesta de consumo. En particular, las tasas de inflación de los alimentos y del componente subyacente (que engloba los bienes industriales no energéticos y los servicios) han seguido repuntando en el área del euro hasta marzo de 2023, en el que se sitúan en el 15,4 % y en el 5,7 %, respectivamente<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> En abril, las tasas de inflación de los alimentos y del componente subyacente continuaron en registros muy elevados, del 13,6 % y del 5,6 %, respectivamente.

**La actividad económica global se desaceleró de forma significativa en el transcurso del pasado año.** En muchos países, la tasa media de crecimiento de 2022 fue elevada, debido al impulso proporcionado por la reapertura tras la pandemia durante la primera mitad del año, que favoreció especialmente a las ramas de servicios. Sin embargo, la alta inflación redujo la fortaleza de la actividad global a medida que avanzaba el ejercicio. Los aumentos de costes afectaron, sobre todo, al desempeño de las ramas productivas más intensivas en energía. Además, la reducción del poder de compra de hogares y de empresas debilitó su gasto en consumo e inversión. El dinamismo de la actividad económica se vio obstaculizado también por la incertidumbre asociada a la guerra en Ucrania y, cada vez en mayor medida, por el endurecimiento de las condiciones financieras (véase gráfico 1.1.2). En el conjunto de 2022, el PIB mundial creció un 3,4 %, tasa inferior a lo que se anticipaba al comienzo del año (véase gráfico 1.1.3). Las diferencias entre las distintas áreas geográficas se explican por factores como el grado de dependencia de las materias primas importadas, el momento del levantamiento de las restricciones frente a la pandemia o el tono de las políticas de demanda agregada.

**En la etapa más reciente, la economía mundial ha mostrado algunas señales de mayor dinamismo.** En el tramo final de 2022, la actividad global mostró una resiliencia mayor de lo esperado hacia mitad del año, evolución que se vio favorecida por la normalización paulatina de las cadenas de suministro global y la moderación gradual de los precios de la energía. En los primeros meses de 2023, la actividad económica ha dado muestras de estar experimentando una cierta mejoría, apoyada en la continuación de los factores anteriores y en el abandono de la política de COVID-cero en China. No obstante, las turbulencias financieras globales del mes de marzo han acrecentado de nuevo la incertidumbre. En términos de las tasas medias anuales, las proyecciones disponibles más recientes apuntan a una desaceleración del PIB en 2023, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, como resultado de la debilidad de la actividad en el segundo semestre de 2022, la persistencia de una elevada inflación y el endurecimiento de las políticas monetarias (véanse gráficos 1.1.3 y 1.1.4).

**La actividad del área del euro ha resistido relativamente bien en un entorno adverso.** Tras el impulso recibido en el primer semestre de 2022 por los efectos de la reapertura tras la pandemia, la actividad entró, como en otras economías avanzadas, en una fase de mayor debilidad. En todo caso, la economía del área del euro ha mostrado también cierta resistencia, ya que la desaceleración en el segundo semestre de 2022 fue de menor intensidad que la esperada a finales del verano. Además, al inicio de 2023 se está produciendo una modesta recuperación de la actividad, con el trasfondo de la fortaleza del mercado de trabajo. En el futuro, el alivio proporcionado por el descenso de los precios de la energía y la mejora de la demanda externa favorecerán un fortalecimiento adicional del producto del área, cuya intensidad se verá moderada, no obstante, por los efectos sobre la economía real del necesario proceso de endurecimiento de la política monetaria<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Banco Central Europeo (2023).

### 3 España: del impulso de la reapertura a la resiliencia frente a la crisis energética

**El elevado crecimiento del PIB en el conjunto de 2022, del 5,5 %, fue el resultado de dos fases muy diferenciadas.** Tras un inicio débil del año, el levantamiento de las medidas restrictivas asociadas a la pandemia condujo a una intensa recuperación de la actividad en la primavera. Sin embargo, la economía se desaceleró de forma pronunciada en la segunda mitad del año, al ir menguando el impulso expansivo de la reapertura y prevalecer los efectos negativos asociados a la agudización de las presiones inflacionistas, el aumento de la incertidumbre, el deterioro de las perspectivas de los mercados exteriores y el endurecimiento gradual de las condiciones de financiación de los agentes. El impacto de estos factores adversos se vio, en todo caso, amortiguado por la fortaleza del mercado de trabajo y por las medidas de apoyo presupuestario.

**El fin de las restricciones sanitarias y los efectos de la crisis inflacionista marcaron la evolución de la actividad en las principales ramas de la economía.** El intenso repunte de los servicios, que habían sido los sectores más afectados por las restricciones, fue el motor del crecimiento, sobre todo en la primera mitad del año. Esta reapertura de los servicios se reflejó en un dinamismo elevado del consumo privado y de las exportaciones turísticas, que se beneficiaron intensamente de la progresiva normalización de la afluencia de viajeros extranjeros. Por el contrario, las ramas manufactureras experimentaron una evolución menos favorable a medida que avanzaba el año, al verse afectadas por fuerzas contrapuestas. Por un lado, el alivio de las alteraciones en las cadenas productivas y logísticas globales apoyó la actividad de estas ramas. Pero, por otro lado, la prolongación y la intensificación del aumento de los costes energéticos y de otros bienes intermedios, que había comenzado en 2021, erosionó la actividad en algunas ramas manufactureras. En efecto, en las ramas más intensivas en energía, el aumento de costes condujo a una disminución de la producción (véase gráfico 1.2.1)<sup>7</sup>. Más recientemente, la intensa reducción de los precios del gas y de la electricidad habría aliviado parcialmente estas dificultades. Sin embargo, los niveles de los precios del gas siguen estando muy por encima de los observados en la primavera de 2021<sup>8</sup>.

**La economía española se comportó en la segunda mitad del año y al inicio de 2023 mejor de lo que se anticipaba.** En particular, la pérdida de dinamismo no fue tan pronunciada como sugería la evolución de los indicadores de confianza (véase gráfico 1.2.2). En todo caso, la demanda privada, tanto de consumo como de inversión, mostró un pronunciado debilitamiento al final del año, como se desarrolla en el epígrafe 1.5. En los primeros meses de 2023, ha podido observarse una cierta mejoría de la actividad, también superior a la prevista, con un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,5 % —frente a un avance del 0,1 % en el conjunto del área del euro en el mismo período—.

<sup>7</sup> Fernández Cerezo y Prades (2022).

<sup>8</sup> En concreto, el precio en el MIBGAS, cuyo nivel era de 17,5 euros/MWh en marzo de 2021, se sitúa en abril de 2023 en el entorno de 40 euros/MWh, tras haber alcanzado 125 euros/MWh en marzo de 2022.

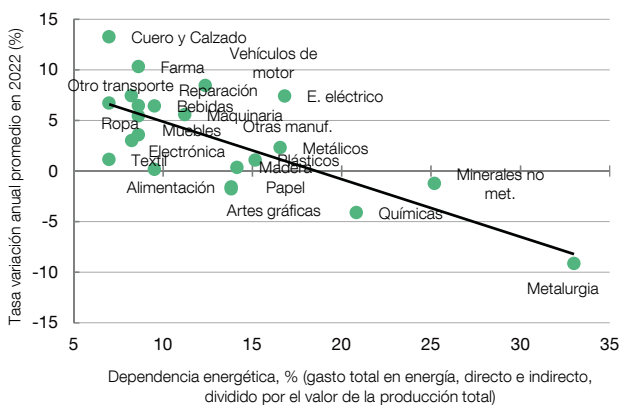


Gráfico 1.2

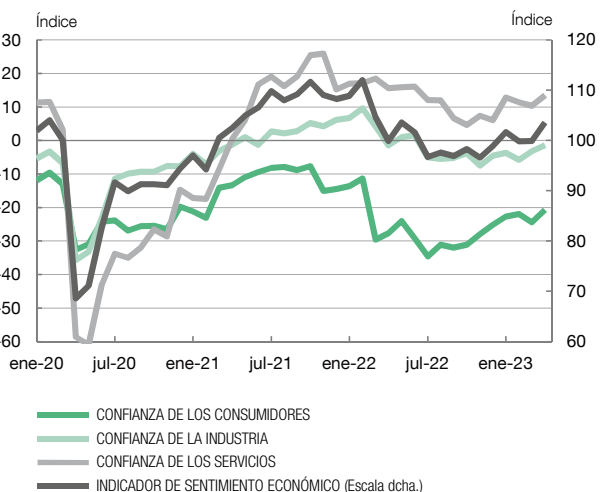
**EN ESPAÑA, LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ESTÁ SIENDO HETEROGÉNEA POR COMPONENTES DE DEMANDA Y, SOBRE TODO, POR RAMAS PRODUCTIVAS**

La reapertura de la economía impulsó en el primer semestre de 2022 los servicios de interacción social, mientras que las ramas manufactureras que utilizan intensivamente la energía se han visto penalizadas por el aumento de su coste. La incertidumbre ligada a la guerra en Ucrania, las subidas de precios y, más recientemente, los mayores costes financieros dañaron la confianza de los hogares. El PIB de España ha alcanzado prácticamente el nivel prepandemia.

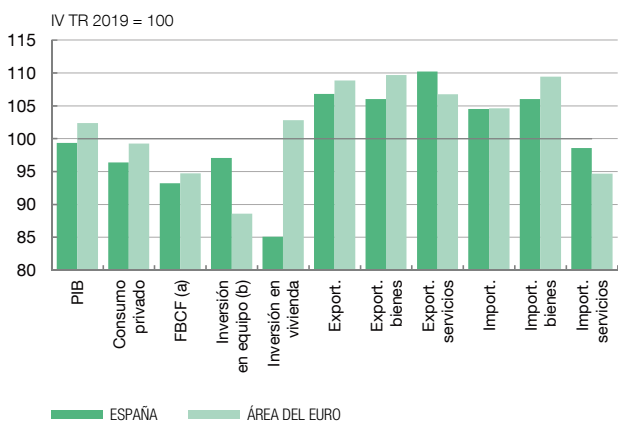
1 EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN 2022 Y DEPENDENCIA ENERGÉTICA POR RAMAS



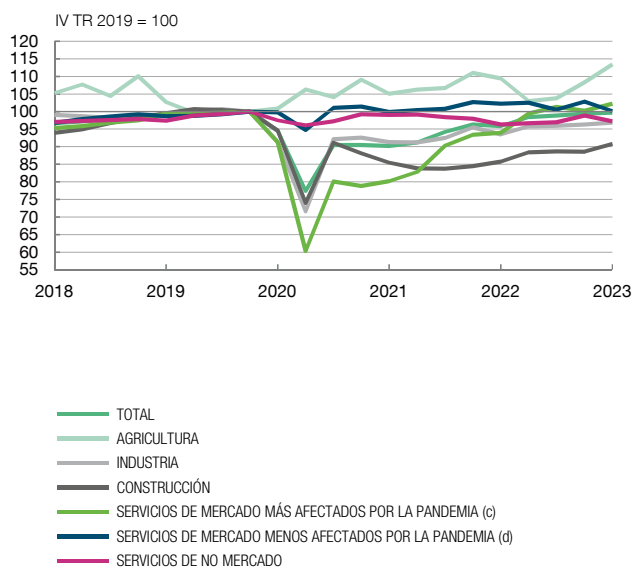
2 INDICADORES DE CONFIANZA



3 NIVEL DEL PIB Y DE LOS COMPONENTES DE DEMANDA EN EL IV TR 2022



4 EVOLUCIÓN DEL VAB, POR RAMAS DE ACTIVIDAD



**FUENTES:** Banco de España, Comisión Europea, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y tablas *Inter-Country Input-Output* (ICIO-2018 OCDE).

- a Formación bruta de capital fijo.
- b Incluye los activos biológicos cultivados y los activos inmateriales.
- c Comercio, transporte y hostelería, actividades profesionales, científicas y administrativas, y actividades artísticas y recreativas.
- d Información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, y actividades inmobiliarias.



**En conjunto, el PIB español se sitúa un 0,2% por debajo del nivel previo a la pandemia.**

En el área del euro se sitúa un 2,5% por encima. La recuperación del PIB ha sido heterogénea por componentes de demanda y por ramas de actividad. El consumo privado y, especialmente, la inversión (sobre todo, residencial) todavía permanecen por debajo de los niveles prepandemia, en contraste con las exportaciones e importaciones (véase gráfico 1.2.3). Por ramas productivas, la agricultura y los servicios ya han recuperado la actividad previa al COVID-19, al contrario que la industria y la construcción (véase gráfico 1.2.4)<sup>9</sup>.

**La crisis inflacionista está afectando de modo desigual a distintos grupos de agentes económicos** (para más detalles, véase el capítulo 4 de este Informe). El aumento del precio relativo de los bienes energéticos importados frente a los bienes de producción nacional supone una pérdida de renta. Entre los hogares, el impacto en su nivel de vida depende, entre otros factores, de sus patrones de consumo y de la respuesta de las políticas públicas. Este segundo aspecto es objeto de análisis en la última sección de este capítulo. En cuanto al primero, el peso del gasto en alimentos y en energía (que son los bienes que más se han encarecido) en el gasto total de cada hogar desempeña un papel muy relevante<sup>10</sup>. Entre las empresas, los efectos dependen de la intensidad de su consumo energético, de la flexibilidad de sus procesos productivos y de su poder de mercado. Así, el impacto ha sido especialmente elevado en las ramas manufactureras intensivas en el uso de la energía, cuyas tarifas de gas y de electricidad se han revisado rápidamente con los precios mayoristas y cuyas posibilidades de reducir su consumo energético o de sustituir su fuente de energía por otras que no se hayan encarecido tanto son más reducidas<sup>11</sup>. Por otro lado, las empresas difieren en términos de sus posibilidades para trasladar los aumentos de costes a los precios de venta, lo que a su vez está relacionado con la demanda y con el entorno competitivo en el que operan<sup>12</sup>.

**El comportamiento relativamente positivo del sector exterior, el dinamismo del empleo y el impulso fiscal han constituido elementos de soporte de la actividad.** Los desarrollos relativos a los intercambios comerciales con el resto del mundo son objeto de análisis en el epígrafe 6 de este capítulo, en el que se subraya la evolución relativamente favorable de la balanza por cuenta corriente, a pesar del fuerte repunte de los precios de la energía importada, gracias a la intensa recuperación del turismo internacional y al crecimiento de las exportaciones

9 Cabe destacar que la evolución de la actividad en los últimos trimestres ha hecho que las ramas de servicios que sufrieron en mayor medida la crisis sanitaria (comercio, transporte y hostelería, actividades profesionales, científicas y administrativas, y actividades artísticas y recreativas) superen ya el nivel precrisis por un margen más amplio que las que se vieron menos afectadas (información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, y actividades financieras).

10 Como se desarrolla en el epígrafe 1.7, el peso de los alimentos es más elevado en el caso de los hogares de rentas más reducidas, mientras que el de los consumos energéticos es mayor en los de rentas medias-bajas (García-Miralles, 2023). Además, también ha sido relevante, en el caso español, el tipo de contrato de suministro de gas y de electricidad, de modo que aquellos hogares con tarifas que reaccionan con rapidez a la evolución de los precios en los correspondientes mercados mayoristas han sufrido un impacto mayor sobre sus rentas. Por otro lado, Basso, Dimakou and Pidkuyko (2023) muestran que los hogares de menor renta, mayor número de miembros y cuyo cabeza de familia tiene un menor nivel educativo, es varón y de elevada edad experimentan una mayor tasa de inflación.

11 Fernández Cerezo y Prades (2022) muestran cómo, en 2022, la heterogeneidad en el dinamismo de la actividad productiva de las ramas manufactureras en España se explica, en parte, por las diferencias en cuanto a la intensidad del consumo energético, al grado de exposición a la reactivación de las actividades sociales tras la pandemia y a la severidad de los problemas de escasez de suministros.

12 Menéndez y Mulino (2022) muestran que se ha observado una reducción de márgenes en las empresas más propensas a exportar, que estarían más expuestas a entornos particularmente competitivos.

de servicios no turísticos. En cuanto al empleo, medido en términos del número de horas trabajadas, ha convergido hacia los niveles previos a la pandemia, apoyado en la moderación salarial (véase gráfico 1.3.1)<sup>13</sup>. En 2022, la cifra total de horas trabajadas avanzó un 4,1 %, y en el primer trimestre de 2023 volvió a registrar un crecimiento elevado en tasa intertrimestral.

**El crecimiento acumulado del número de personas ocupadas con respecto al nivel previo a la pandemia ha sido mayor que el de la actividad económica.** La cifra de personas ocupadas se sitúa en el primer trimestre de 2023 un 2,3 % por encima del nivel prepandemia<sup>14</sup>. Además, su aumento ha superado al de las horas totales trabajadas, de modo que se ha producido un descenso de la jornada media. Las causas que explican este desarrollo son diversas. Algunas de ellas son específicas del período reciente, como el significativo aumento del empleo observado en las ramas de no mercado —que incluyen esencialmente al sector público— desde finales de 2019, donde el número medio de horas trabajadas es inferior al del resto de la economía, o el mantenimiento en 2022 de un elevado nivel de bajas por enfermedad<sup>15</sup>. Otros factores tienen un carácter más tendencial, como la evolución descendente de la jornada media en las últimas décadas, que ha venido asociada, por ejemplo, al aumento del peso del sector servicios en la economía española, al incremento de la ratio de parcialidad y al aumento de la participación femenina en el mercado de trabajo<sup>16</sup>.

**El descenso reciente de la tasa de paro ha sido significativo.** La fortaleza del empleo, unida al avance más modesto de la población activa, está permitiendo mantener un ritmo intenso de descenso de la tasa de paro, que en el primer trimestre de 2023 se situó en el 13,3 %. Por otra parte, la creación de empleo ha estado liderada desde comienzos de 2022 por un intenso crecimiento de la contratación indefinida —con el correspondiente descenso de la ratio de temporalidad—, un desarrollo asociado a la aprobación de la reforma laboral a finales de 2021 (para más detalles, véase el capítulo 2 de este Informe). Por sectores, el aumento del empleo se ha concentrado en el sector privado, que, con datos hasta el primer trimestre de 2023, acumula el 85 % de los empleos creados en el último año, si bien, en términos acumulados desde el inicio de la pandemia, el protagonismo del sector público en la creación de empleo es superior, con el 56 % de los casi medio millón de empleos creados desde finales de 2019.

**El impulso fiscal para hacer frente a la crisis energética y a la elevada inflación ascendió al 1,4 % del PIB en 2022.** No obstante, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) se redujo en 2,1 pp de PIB en 2022, hasta el 4,8 % (véase gráfico 1.3.2), como resultado de la intensa recuperación de la actividad y de los precios, y de la reducción del volumen de medidas transitorias, ya que las adoptadas para atenuar los efectos de la pandemia eran cuantitativamente mayores que las destinadas a mitigar la crisis energética. En todo caso, como se desarrolla en el capítulo 2, la situación de las finanzas públicas continúa siendo una considerable fuente de vulnerabilidad para nuestra economía.

13 Capítulo 2 de este Informe.

14 Este dato procede de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR). Las cifras desestacionalizadas de la Encuesta de Población Activa (EPA) sitúan esta brecha positiva en un nivel más elevado —del 3,7 %—.

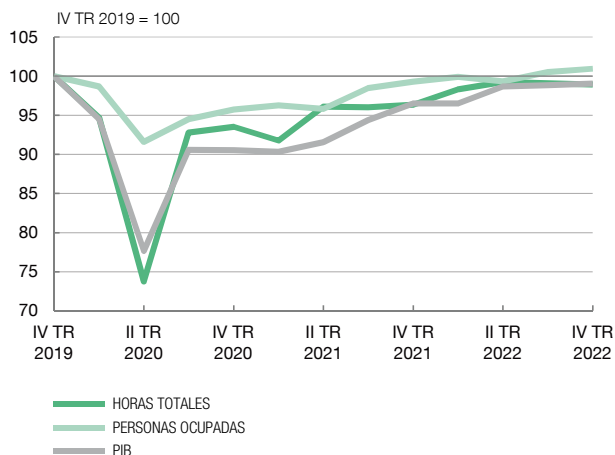
15 Hurtado e Izquierdo (2023).

16 Cuadrado (2023).

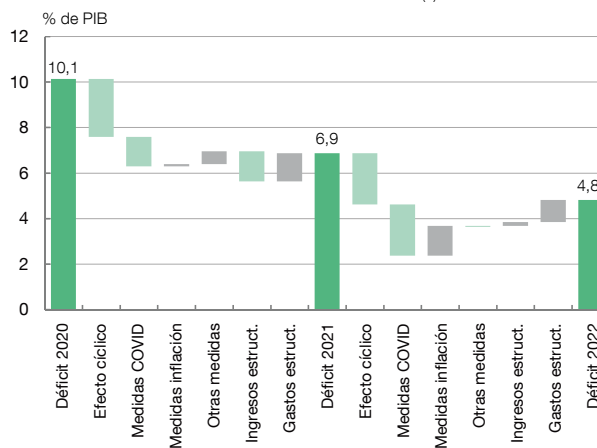
## EL DINAMISMO DEL EMPLEO Y EL IMPULSO FISCAL HAN APOYADO LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El empleo mantiene un dinamismo elevado. Las actuaciones presupuestarias han contribuido al dinamismo de la actividad, a través de las medidas contra los efectos de la crisis inflacionista. Por otro lado, el ciclo económico favorable y el fin de las medidas ligadas al COVID-19 han permitido una corrección parcial del déficit.

1 EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PIB DESDE 2019



2 EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT DE LAS AAPP EN ESPAÑA (a)



FUENTES: Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado e Instituto Nacional de Estadística.

a Descomposición de la variación del déficit en efecto cíclico, coste presupuestario de las medidas por COVID, coste presupuestario de medidas de apoyo relacionadas con la crisis energética («medidas inflación»), coste de otras medidas temporales, e ingresos y gastos ajustados del efecto del ciclo económico (la categoría de gastos estructurales incluye también los gastos por intereses). Las barras de color verde claro y gris indican, respectivamente, una mejora y un empeoramiento del déficit público.



**Las previsiones de evolución de la actividad en el horizonte 2023-2025 anticipan un cierre gradual de la brecha existente tras la pandemia entre los niveles del PIB español y el del área del euro.** El producto de la economía se verá impulsado por la disminución prevista de las presiones inflacionistas —con la consiguiente recuperación de la confianza y de las rentas reales de los agentes—, el final de las alteraciones que aún persisten en las cadenas de aprovisionamiento global y la intensificación del despliegue de los fondos vinculados al programa NGEU<sup>17</sup>. En sentido contrario operará de manera creciente el impacto del endurecimiento de la política monetaria.

**En todo caso, la incertidumbre es elevada y persistente, y existen riesgos de que se materialicen escenarios menos positivos.** Entre las principales fuentes de incertidumbre destaca la posibilidad de que se produzcan nuevos episodios de inestabilidad geopolítica global, quizás acompañados por nuevas alzas de los precios de la energía. También existe una considerable incertidumbre acerca del ritmo de descenso de la inflación no energética, que dependerá de aspectos como la fortaleza de la demanda, la emergencia de efectos de segunda vuelta significativos sobre la inflación vía márgenes o salarios, y el grado de

17 Banco de España (2023a).

tensionamiento necesario de la política monetaria —cuyo impacto sobre la vulnerabilidad financiera de hogares y de empresas, sobre sus decisiones de consumo e inversión, y sobre el conjunto de la demanda agregada es, asimismo, muy incierto—. Las posibles tensiones financieras que puedan derivarse del proceso —muy rápido, intenso y sincronizado a escala global— de endurecimiento de la política monetaria constituyen otra fuente de incertidumbre, especialmente después de las turbulencias financieras que se observaron el pasado marzo. Además, en el ámbito interno subsisten incertidumbres acerca de la posible contribución al consumo privado del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia, y en torno al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa NGEU y a su capacidad para incrementar el crecimiento potencial de la economía.

## 4 La desaceleración de los precios energéticos en España ha permitido una reducción significativa de la inflación en los últimos meses, pero el componente subyacente se mantiene elevado

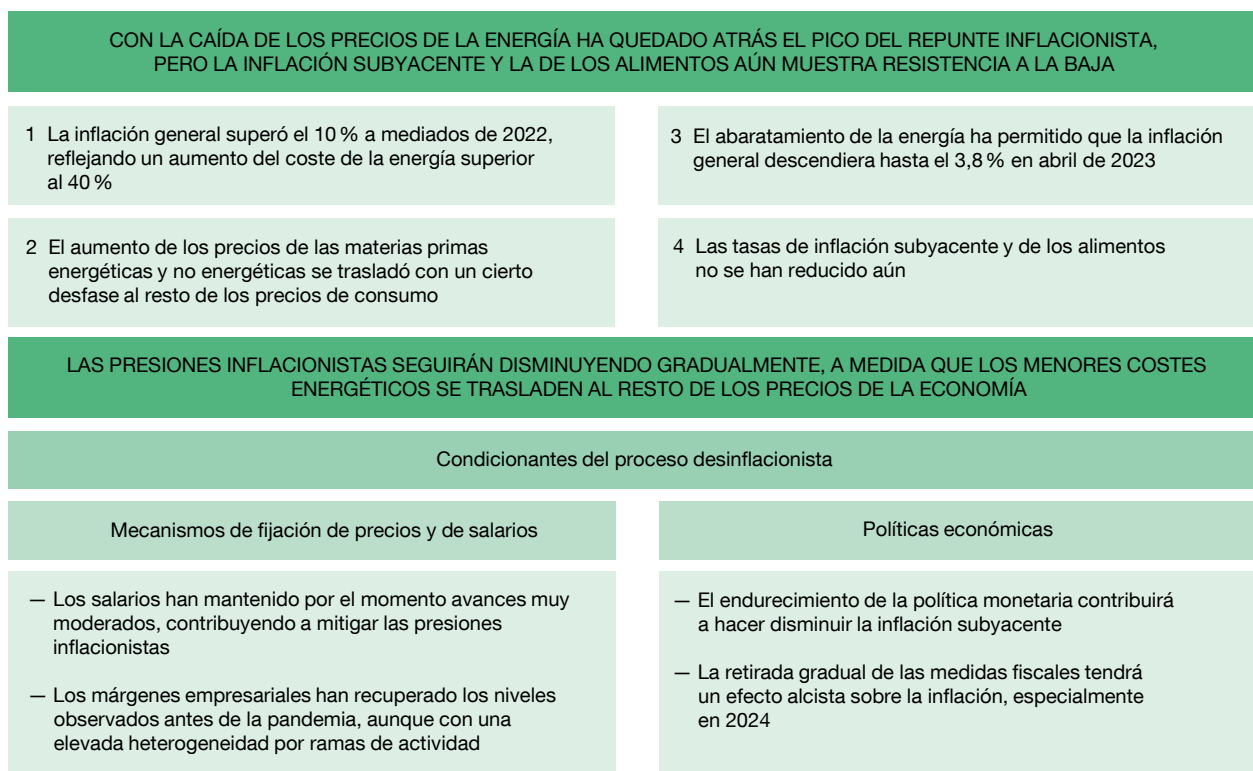
**La tasa de variación de los precios de consumo alcanzó un máximo en el verano de 2022 y ha comenzado a descender desde entonces** (véase esquema 1.2). En julio de 2022, el crecimiento interanual del IAPC alcanzó el 10,7 %, lo que supone su nivel más elevado desde 1984, antes de iniciar un fuerte descenso hasta el 3,1 % en marzo de 2023 (véase gráfico 1.4.1)<sup>18</sup>. La inflación general se vio impulsada, principalmente, por el componente energético, cuyo fuerte repunte, iniciado en la primavera de 2021, se vio acrecentado un año más tarde por las consecuencias de la guerra en Ucrania. En particular, entre los bienes energéticos, el encarecimiento fue muy pronunciado en el caso del gas, cuyo precio condiciona de forma muy significativa el precio de la electricidad<sup>19</sup>. Sin embargo, a partir del ecuador de 2022, el abaratamiento del gas y, en menor medida, del petróleo permitió que la tasa de variación del componente energético, que había alcanzado el 40,9 % en julio de 2022, comenzara a descender con rapidez<sup>20</sup>. Más recientemente, la caída de la inflación interanual de los bienes energéticos se ha visto favorecida adicionalmente por un potente efecto base (al compararse los niveles actuales de precios con los de un año antes, cuando ya se había observado un fuerte aumento de estos). Como resultado, la inflación de este componente se situó en el -25,5 % en marzo de 2023. Adicionalmente, la depreciación del tipo de cambio del euro en la primera mitad del año pasado —en particular frente al dólar, divisa en la que está denominado el grueso de las transacciones internacionales de materias primas— contribuyó al encarecimiento no solo de los productos energéticos, sino también del resto de los bienes de consumo importados. En los últimos meses, la apreciación del euro ha facilitado, en cambio, la desaceleración de los precios de los bienes importados.

18 De acuerdo con el indicador adelantado del IAPC, esta tasa repuntó hasta el 3,8 % en abril.

19 Pacce, Sánchez y Suárez-Varela (2021).

20 El retroceso de los precios del gas natural se ha debido, entre otros factores, a las medidas de ahorro en su consumo impulsadas por la Unión Europea (UE) y a las temperaturas suaves del último invierno, según se puede constatar en [Comisión Europea \(2022a\)](#) y en [Comisión Europea \(2022b\)](#). Estos factores han permitido que en los primeros meses de 2023 se haya alcanzado el nivel más elevado de existencias de esta materia prima desde 2017.

**EL REPUNTE INFLACIONISTA EN 2022 Y LA POSTERIOR DESACELERACIÓN DE LOS PRECIOS**



FUENTE: Banco de España.

**El repunte de la inflación se ha visto mitigado por las medidas desplegadas por las autoridades desde mediados de 2021.** Como se detalla en el epígrafe 1.7 y en el recuadro 1.1, se estima que dichas medidas habrían reducido la tasa de crecimiento del IAPC en 0,8 puntos porcentuales (pp) y 2,3 pp en 2021 y 2022, respectivamente. Asimismo, de acuerdo con el período de vigencia de las medidas aprobado actualmente, su retirada progresiva tendrá un efecto de signo contrario sobre las tasas de inflación de 2023 y 2024 de 0,3 pp y 1,6 pp, respectivamente. En 2022, las medidas cuya contribución a la contención de la inflación fue más elevada fueron la reducción de los tipos del IVA de la electricidad y del gas, el mecanismo del tope al precio del gas para la generación eléctrica y los descuentos aplicados en los precios de los carburantes<sup>21</sup>. Por su parte, las medidas con un efecto esperado más grande en 2023 son las subvenciones al transporte público y la reducción del IVA de los alimentos básicos<sup>22</sup>.

**Tanto el ascenso inicial de la inflación energética como su descenso posterior han sido considerablemente más rápidos e intensos en España que en el área del euro.** La

21 Pacce y Sánchez (2022).

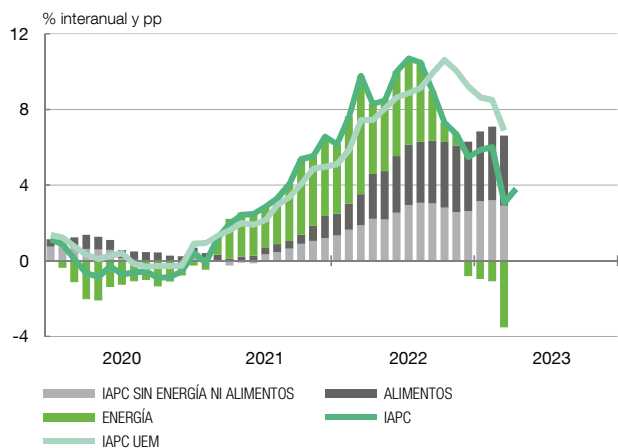
22 Ficha 20 en Banco de España (2023a).

Gráfico 1.4

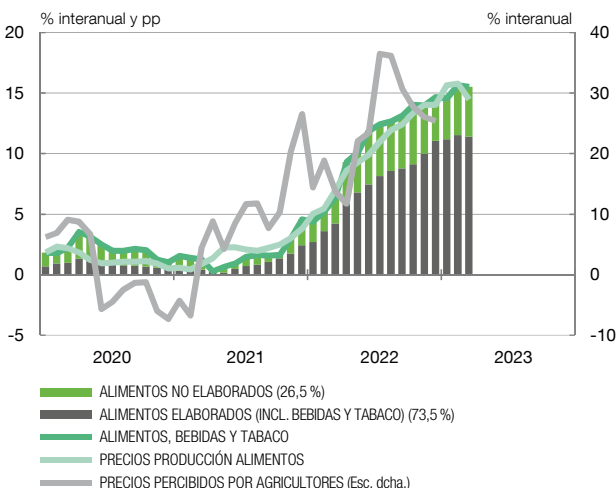
**LA INFLACIÓN NO ENERGÉTICA SIGUE SIENDO MUY ELEVADA A PESAR DE LA CAÍDA DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA**

Entre los componentes del IAPC, a la escalada de los precios energéticos se unió el repunte de los precios de los alimentos, filtrándose posteriormente las presiones inflacionistas al componente subyacente de la inflación. Desde mediados de 2022, la inflación energética ha descendido con rapidez, pero las tasas del resto de los componentes no han flexionado a la baja.

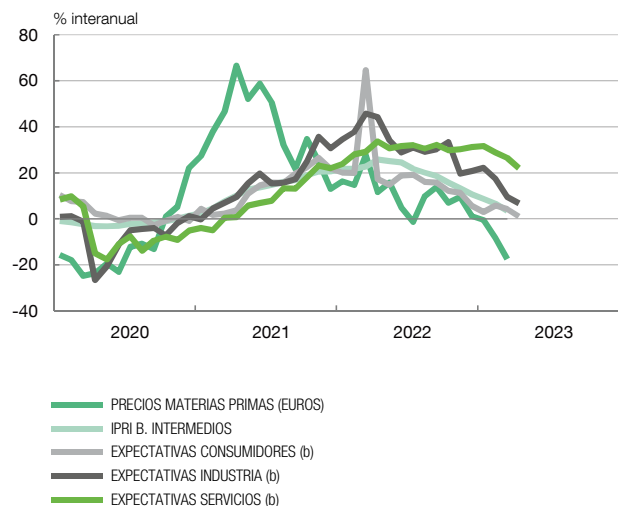
1 IAPC Y CONTRIBUCIONES



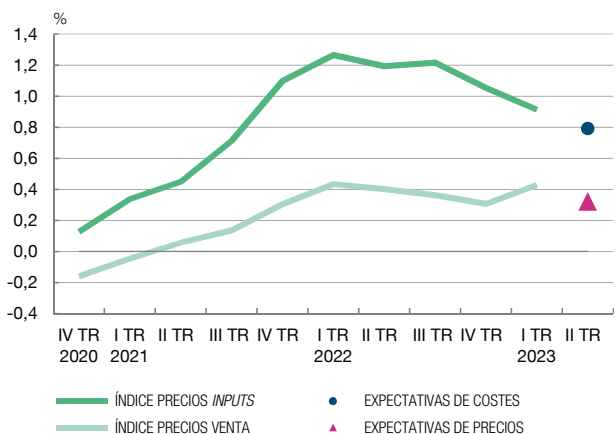
2 IAPC DE ALIMENTOS, BEBIDAS Y TABACO: TASAS Y CONTRIBUCIONES (a)



3 PRESIONES DE COSTES Y EXPECTATIVAS DE PRECIOS



4 PRECIOS Y COSTES DE LAS EMPRESAS (c)



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística, Eurostat, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Comisión Europea y Banco de España.

- a Entre paréntesis figura el peso en 2023 de cada componente en el IAPC de alimentos, bebidas y tabaco.
- b Encuestas de empresarios y consumidores de la Comisión Europea.
- c Resultados de la encuesta del Banco de España sobre la actividad empresarial (EBAE). Los índices de precios y de costes se construyen asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2; aumento leve = 1; estabilidad = 0; descenso leve = -1; descenso significativo = -2.



manera con la que se trasladan en España las perturbaciones en los precios mayoristas de la electricidad a los precios de consumo minoristas explica, en buena medida, este comportamiento diferencial<sup>23</sup>. Esta evolución se ha traducido en que, en marzo de 2022 y

23 Pacce, Sánchez y Suárez-Varela (2021).

marzo de 2023, se hayan alcanzado, respectivamente, el máximo y el mínimo histórico del diferencial de la inflación entre España y el área del euro desde que hay registros.

**La escalada inicial de los precios de la energía se ha trasladado tanto a los precios de consumo de los alimentos como a los del componente subyacente de la cesta del IAPC —esto es, los bienes industriales no energéticos y los servicios—.** Esta traslación se ha producido con cierto retardo, pero, a tenor de la evidencia disponible, con mayor intensidad que en otros episodios anteriores<sup>24</sup>. Por otra parte, la guerra ha motivado el encarecimiento de algunas materias primas agrícolas, al dificultar su producción y comercio internacional. A esta alza (véase gráfico 1.4.2) han contribuido también otros factores, como el reducido nivel de precipitaciones en diversas regiones mundiales<sup>25</sup>. El aumento de la inflación subyacente tiene su origen en el incremento de otros insumos productivos y en algunos desacoplamientos entre oferta y demanda tras la pandemia<sup>26</sup>.

**A diferencia de la energética, la inflación subyacente y la de los alimentos se mantienen elevadas.** En conjunto, la inflación subyacente —sin energía ni alimentos— se situó en el 4,6 % en marzo, tras alcanzar un máximo del 5,2 % en febrero. La inflación en los servicios se situó en marzo algo por debajo del pico alcanzado en el pasado verano. Inicialmente, la reapertura plena de la actividad en estas ramas productivas condujo a la aceleración de sus precios, pero el abaratamiento de la energía y del transporte y el crecimiento moderado de los costes laborales unitarios han favorecido su incipiente ralentización posterior<sup>27</sup>. Por su parte, la tasa de inflación de los bienes industriales no energéticos se desaceleró en marzo de 2023. Cabe esperar que esta ralentización se confirme en el futuro próximo, dada la normalización de la composición de la demanda de los hogares (hacia un mayor consumo de servicios, en detrimento de los bienes), el alivio de los cuellos de botella y el retroceso de los precios de determinadas materias primas. Algunos de estos factores contribuirán también a ralentizar el crecimiento de los precios de los alimentos, pero, muy probablemente, el reducido régimen de precipitaciones y las elevadas temperaturas medias moderen estos desarrollos.

**Una proporción muy elevada de productos siguen mostrando tasas de inflación muy altas.** Si se consideran las 129 subclases del IAPC sin energía ni alimentos, el porcentaje de las que presentan tasas de inflación superiores al 4 % ha tendido a estabilizarse en el 45 % desde julio de 2022, pero no ha comenzado aún a reducirse<sup>28</sup>.

**Se observan algunas señales de moderación de las alzas de precios en los estadios iniciales de los procesos productivos.** En primer lugar, se ha observado una moderación de los precios de las materias primas (véase gráfico 1.4.3), tanto energéticas como no

24 [González-Mínguez, Hurtado, Leiva-León y Urtasun \(2022\)](#).

25 [Borralló, Cuadro-Sáez, Pacce y Sánchez \(2023\)](#) describen de forma más detallada los diversos factores que explican el encarecimiento de los alimentos.

26 [Pacce, del Río y Sánchez \(2022\)](#).

27 Esta modesta desaceleración de los precios de los servicios obedece, en parte, a las medidas gubernamentales de subvención al transporte público.

28 En términos de su peso en la cesta de consumo, las partidas cuyos precios crecen a un ritmo superior al 4 % representan, en marzo de 2023, el 52 % del total, una cifra muy superior al 17 % que suponían en enero de 2022.



energéticas. En segundo lugar, el crecimiento de los precios de producción industrial de bienes intermedios no energéticos se ha desacelerado significativamente (desde las tasas superiores al 25 % en la primavera de 2022 hasta el 3,5 % en marzo de 2023). Además, los resultados más recientes de la encuesta del Banco de España sobre la actividad empresarial (EBAE) muestran cómo se están reduciendo tanto la proporción de empresas que afirman estar percibiendo un aumento en los precios de sus *inputs* (véase gráfico 1.4.4) como la de aquellas que esperan nuevos aumentos de las presiones de costes en el futuro<sup>29</sup>. En cuarto lugar, las expectativas de los agentes económicos acerca de la evolución futura de los precios han flexionado a la baja significativamente desde mediados de 2022, de acuerdo con las encuestas de confianza de la Comisión Europea. Por último, cabe esperar que el tensionamiento de las condiciones financieras (incluida la apreciación reciente del tipo de cambio del euro) contribuya cada vez en mayor medida a alimentar una disminución de la inflación subyacente.

**El deflactor de la demanda final comenzó a desacelerarse en el último trimestre de 2022<sup>30</sup>.** Entre mediados de 2021 y el tercer trimestre de 2022, el *shock* de precios de las materias primas energéticas se tradujo en un incremento muy pronunciado de las presiones externas de precios, medidas por el deflactor de las importaciones. Esta evolución explicó la mayor parte de la escalada del deflactor de la demanda final (véase gráfico 1.5.1). Más recientemente, la ralentización del deflactor de la demanda final refleja tan solo la moderación del crecimiento del deflactor de las importaciones, debida al abaratamiento de los productos energéticos, mientras que el deflactor del valor añadido ha seguido acelerándose<sup>31</sup>.

**Desde la perspectiva de los costes, la contribución reciente al crecimiento del deflactor del valor añadido del excedente unitario ha sido mayor que la de los costes laborales unitarios (CLU).** El ritmo de avance del deflactor del valor añadido (que, como se ha dicho, es una medida de los precios de los bienes y servicios producidos en nuestro país) combina los crecimientos de la retribución de los factores trabajo y capital a través de los costes laborales y el excedente bruto de explotación (EBE), en ambos casos expresados en términos de cada unidad producida. En tasa interanual, el crecimiento del EBE unitario en 2022 y en el primer trimestre de 2023 ha sido mucho mayor que el de los CLU. Con una perspectiva temporal más amplia, dado que al inicio de la pandemia la evolución fue justamente la opuesta, el incremento acumulado entre finales de 2019 y el primer trimestre de 2023 del EBE unitario ha sido solo ligeramente superior al de los CLU (véase gráfico 1.5.2).

**La recuperación de los márgenes empresariales, medidos por el cociente entre el EBE y el valor añadido bruto (VAB) de las sociedades no financieras, ha continuado en los**

29 [Fernández Cerezo e Izquierdo \(2023\)](#).

30 La evolución del deflactor de la demanda final sintetiza la trayectoria de los precios de los bienes y servicios demandados para su consumo e inversión en España y para la exportación al resto del mundo. Este deflactor se construye a partir de la agregación, con las correspondientes ponderaciones, de los precios de los bienes y servicios que proceden del resto del mundo y de los producidos en España (medidos, respectivamente, a través de los deflatores de las importaciones y del valor añadido).

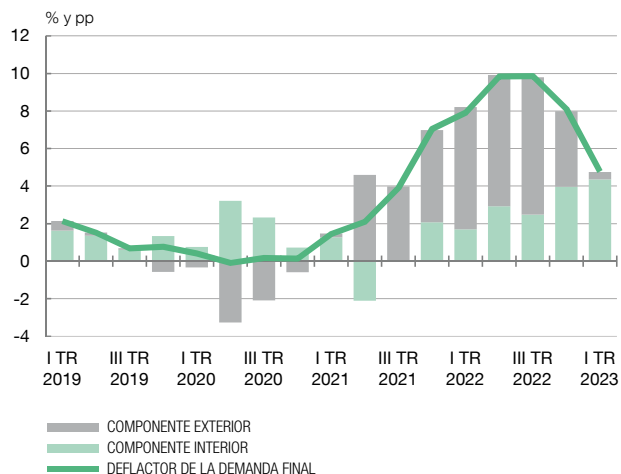
31 No obstante, el crecimiento de los precios de los bienes y servicios adquiridos en el exterior sigue siendo más elevado que el de los producidos en España.

Gráfico 1.5

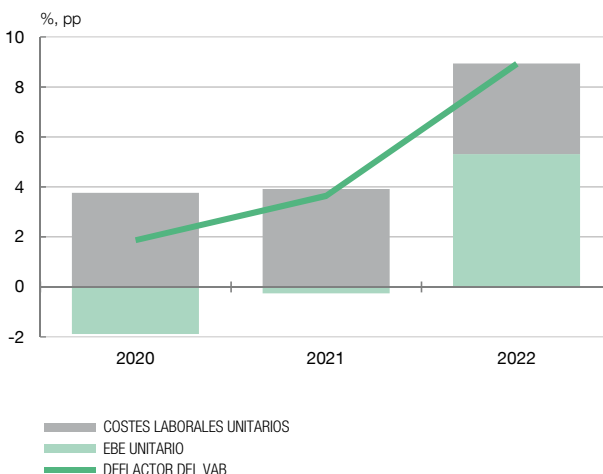
**LA ELEVADA INFLACIÓN IMPORTADA HA DADO LUGAR A UN REPUNTE DE LA INFLACIÓN DE LA PRODUCCIÓN INTERIOR, PERO EL COMPORTAMIENTO DE LOS COSTES SIGUE SIENDO CONTENIDO**

Las tasas de variación de los precios de la demanda final siguen siendo muy altas, pero, en paralelo a la reducción de la contribución del componente importado, aumenta la de la producción interior. Desde la perspectiva de los costes, los CLU y el excedente unitario se sitúan en torno a los niveles precrisis.

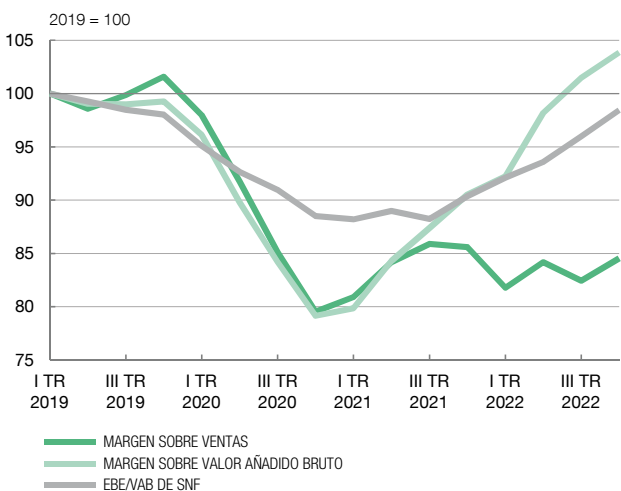
1 EVOLUCIÓN DEL DEFLACTOR DE LA DEMANDA FINAL TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL Y CONTRIBUCIONES (a)



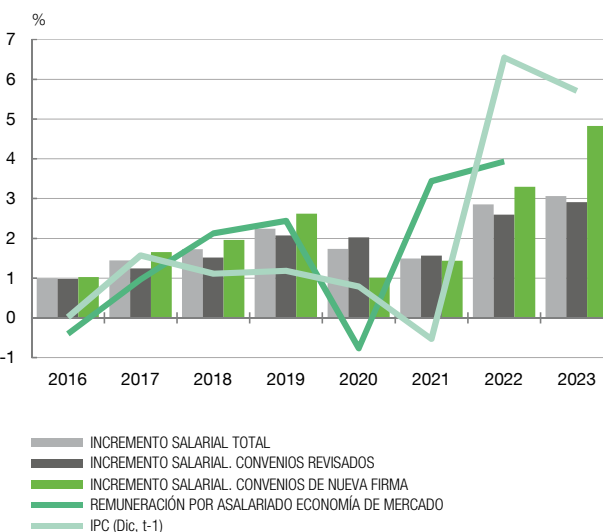
2 DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO BRUTO DE LA ECONOMÍA DE MERCADO TASA DE CRECIMIENTO ACUMULADA DESDE 2019 Y CONTRIBUCIONES



3 EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (b)



4 EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS (c)



**FUENTES:** Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, y Ministerio de Trabajo y Economía Social.

- a La contribución del componente exterior e interior al crecimiento interanual del deflactor de la demanda final es una aproximación.
- b El margen sobre ventas se define como el cociente entre el REB y el importe neto de la cifra de negocios. El margen sobre el VAB, por su parte, se define como el cociente entre el REB (resultado económico bruto) y el VAB. Para los dos se utilizan datos de la Central de Balances del Banco de España (CBT). Para la ratio de sociedades no financieras (SNF) se usan datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Datos acumulados de cuatro trimestres.
- c Los datos de 2023 se refieren a los convenios registrados hasta marzo.



**últimos trimestres, hasta alcanzar cotas similares a las previas a la pandemia.** Esta ratio, que descendió al inicio de la crisis del COVID-19, ha aumentado de forma sostenida desde entonces, de acuerdo tanto con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales como con la obtenida a partir de la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral (CBT) del Banco de España, hasta superar el nivel prepandemia en 2022 (véase gráfico 1.5.3). No obstante, se observa una elevada heterogeneidad por sectores y tipos de empresa. El ascenso del margen sobre el VAB en 2022 habría sido compatible con una evolución ligeramente contractiva, desde el último trimestre de 2021, del margen sobre ventas, que lo mantiene claramente por debajo de los niveles de 2019. Este indicador refleja que la traslación de costes está siendo, en términos agregados, parcial.

**A pesar del pronunciado aumento de los precios de consumo, los incrementos salariales están siendo moderados, lo que ha dado como resultado una caída significativa de los salarios reales.** El crecimiento de los salarios pactados en convenio alcanzó un 2,7 % en 2022 (véase gráfico 1.5.4). Además, el impacto de las cláusulas de salvaguarda salarial también fue reducido el año pasado (de unos 0,2 pp). Ello obedeció, fundamentalmente, a dos razones: su presencia en una proporción modesta de convenios (inferior al 20 %) y la existencia de diferentes condiciones y umbrales de aplicación que limitan su impacto sobre los costes laborales<sup>32</sup>. En conjunto, la remuneración por asalariado creció un 3,2 % en 2022, muy por debajo de la inflación. En los convenios colectivos ya registrados para 2023, los aumentos acordados han repuntado, aunque de forma moderada por el momento, hasta el 3,1 % en marzo. No obstante, los incrementos pactados para este año son significativamente mayores en los acuerdos alcanzados en la parte transcurrida de este (4,8 %) que en los firmados con anterioridad (2,9 %)<sup>33</sup>.

**La contención de los márgenes empresariales y la moderación de los costes laborales serán esenciales para evitar la aparición de efectos de segunda ronda significativos sobre la inflación.** El surgimiento de fenómenos de realimentación de incrementos de precios y costes exacerbaría las actuales presiones inflacionistas, con consecuencias negativas para la competitividad de la economía, que redundarían en pérdidas de empleo y de producto. Por eso, sería deseable que, en el marco del diálogo social, los agentes pactaran un reparto entre empresas y trabajadores de la pérdida de renta provocada por el encarecimiento de las materias primas importadas<sup>34</sup>. A fecha de cierre de este Informe, los agentes sociales de nuestro país parecen haber alcanzado un preacuerdo que podría servir de base para definir este pacto de rentas en el marco del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva.

**Se espera que la inflación no energética se desacelere gradualmente en el horizonte temporal 2023-2025.** Estas previsiones se sustentan en la desaparición de las distorsiones que todavía persisten en las cadenas globales de suministro, en el impacto gradual del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda, en la progresiva traslación de las

32 [Izquierdo y Herrera \(2022\)](#).

33 Los convenios de nueva firma registrados hasta marzo afectan, todavía, a una cifra relativamente reducida de trabajadores (algo más de medio millón).

34 [Hernández de Cos \(2022\)](#) describe con detalle los principios generales que se han de tener en cuenta a la hora de diseñar este pacto de rentas.

reducciones recientes de los costes energéticos a los precios del resto de los bienes y servicios, y en los efectos de la apreciación del euro desde el pasado otoño. En todo caso, estas proyecciones descansan sobre dos supuestos cruciales. Primero, que la transmisión de las alzas pasadas de costes está próxima a culminarse y que, en los próximos meses, comenzará a prevalecer la traslación de las bajadas recientes. Segundo, que, en línea con la evidencia disponible hasta la fecha, no se producirán a lo largo del horizonte de proyección efectos de segunda vuelta significativos que puedan desencadenar fenómenos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas.

## 5 La inflación y el endurecimiento de las condiciones financieras provocaron un debilitamiento del consumo y de la inversión en la segunda mitad de 2022

**La disminución del poder adquisitivo de las rentas de los hogares y la subida de los tipos de interés han venido limitando el avance del consumo privado.** En efecto, estos factores han incidido negativamente sobre la capacidad de gasto de las familias —especialmente en el caso de las endeudadas a un tipo de interés variable—, que han venido reduciendo su tasa de ahorro en los últimos meses. De hecho, en la segunda mitad de 2022 la tasa de ahorro de los hogares se situó por debajo de los niveles prepandemia. No obstante, en términos agregados, esta reducción del ahorro ha sido insuficiente para sostener el consumo, que registró un descenso notable en el último trimestre de 2022 y se prolongó en el primer trimestre de 2023<sup>35</sup>.

**Casi el 45% del abultado ahorro extraordinario acumulado durante la pandemia se mantiene en depósitos bancarios, pero es probable que estos recursos no proporcionen un impulso significativo al consumo.** Los hogares han canalizado, desde 2021, una proporción creciente de su exceso de ahorro a la inversión en activos no financieros —principalmente, vivienda— y, más recientemente, a la amortización de deudas hipotecarias contraídas con anterioridad (véase gráfico 1.6.1). No obstante, según las estimaciones del Banco de España, casi la mitad del ahorro extraordinario acumulado durante la pandemia se mantiene en efectivo y en depósitos y, por tanto, estaría disponible para el gasto de forma inmediata<sup>36</sup>. A pesar de ello, el soporte que estos recursos puedan proporcionar en el futuro al consumo será, previsiblemente, limitado. La razón es que la mayor parte de este ahorro extraordinario fue acumulado por los hogares con rentas más elevadas, que tienen una menor propensión marginal al consumo y un mayor margen para amortiguar, con cargo a sus rentas corrientes, el impacto sobre el consumo de los aumentos en los precios y en los tipos de interés<sup>37,38</sup>.

35 Mientras que a principios de 2021 el valor real de los activos financieros era un 12% superior al de finales de 2019, al cierre de 2022 esta brecha se habría reducido hasta valores algo inferiores al 4%.

36 Alves y Martínez-Carrascal (2023).

37 En concreto, los dos quintiles superiores de la distribución de la renta explican casi el 70% del aumento observado en 2020 en la tasa de ahorro agregada.

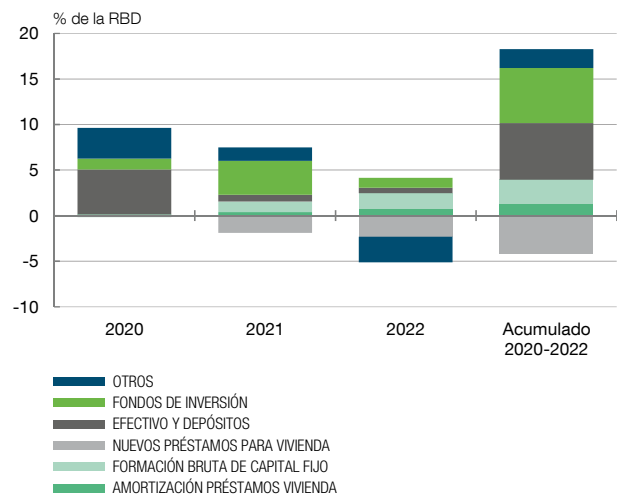
38 Además, el repunte de los tipos de interés podría incentivar una mayor utilización de estos recursos para la amortización de préstamos a tipo variable y para inversiones financieras, en lugar de para el consumo.

Gráfico 1.6

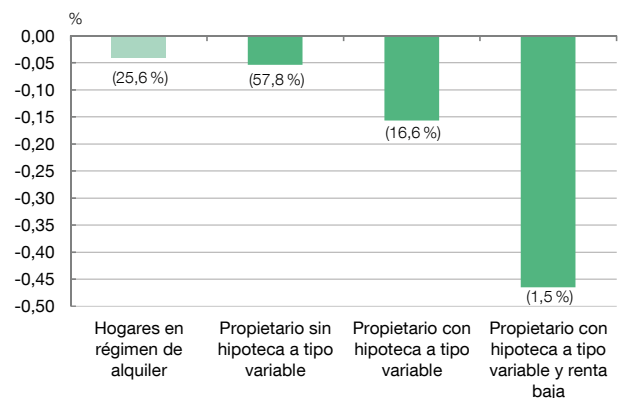
## EL AVANCE DEL CONSUMO Y DE LA INVERSIÓN SE HA VISTO LASTRADO POR LA INFLACIÓN Y POR EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS

El repunte de los precios y el endurecimiento de las condiciones de financiación han incidido negativamente sobre el consumo. En este contexto tan adverso, el ahorro extraordinario acumulado por los hogares durante la pandemia apenas ha proporcionado soporte a este componente de la demanda.

1 EXCESO DE AHORRO ACUMULADO DURANTE LA PANDEMIA Y FLUJOS DE AHORRO E INVERSIÓN EN EXCESO DE LO OBSERVADO EN 2019 (a)



2 IMPACTO DE UN AUMENTO DE 100 PUNTOS BÁSICOS EN LAS EXPECTATIVAS DE TIPOS HIPOTECARIOS SOBRE EL CRECIMIENTO ESPERADO DEL CONSUMO (b)



FUENTES: Banco de España, Consumer Expectations Survey e Instituto Nacional de Estadística.

- a El exceso de ahorro se calcula como el flujo de ahorro (en relación con la renta bruta disponible), en exceso del observado en 2019. Los flujos de ahorro y de inversión recogen también el importe canalizado hacia los distintos activos y pasivos por encima de lo observado en 2019. La partida Otros aglutina los flujos canalizados hacia activos y pasivos no presentados en el gráfico, así como las discrepancias estadísticas entre la cuenta financiera y la cuenta de capital, las transferencias netas de capital y las adquisiciones netas de activos no producidos.
- b Impacto esperado sobre el consumo en función de la senda de tipos esperada. En la estimación se controla por los cambios esperados en el nivel de ingresos y se incluyen efectos fijos a nivel de hogar. Errores estándar agrupados a nivel de hogar y tiempo. Para los hogares en régimen de alquiler, el impacto esperado de variaciones en los tipos de interés sobre el crecimiento del consumo se estima con mayor imprecisión y resulta no significativo. Entre paréntesis se presenta la proporción de hogares sobre el total poblacional que están en cada uno de los grupos recogidos en el gráfico.



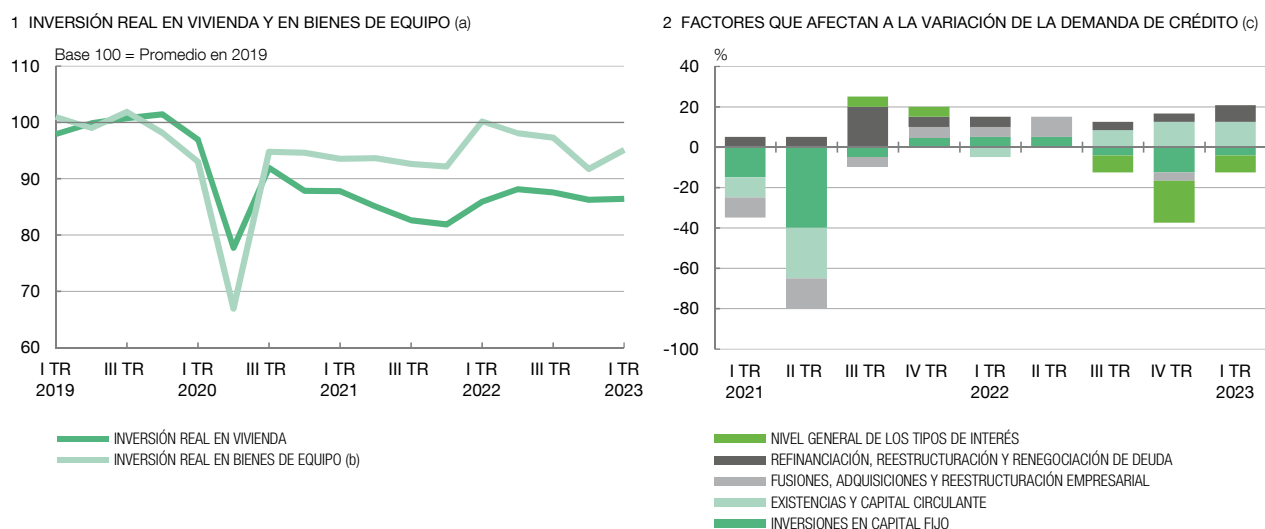
**El endurecimiento de las condiciones financieras está afectando de forma heterogénea al consumo de los distintos grupos de hogares.** En concreto, la información procedente de encuestas (véase gráfico 1.6.2) indica que, dadas las expectativas de subidas en los tipos de interés hipotecarios, los hogares endeudados a tipo de interés variable proyectan, en comparación con otros grupos, reducir en mayor medida su consumo. Este fenómeno es especialmente intenso para los hogares endeudados de rentas bajas, que, además, suelen presentar mayores cargas financieras, restricciones de liquidez más acusadas y un mayor recurso al crédito para consumo.

**La inversión en vivienda ha experimentado también una notable debilidad recientemente** (véase gráfico 1.7.1). Ello obedeció a la pérdida progresiva de poder adquisitivo de los hogares, a la elevada incertidumbre, al encarecimiento gradual del crédito bancario y al aumento de las dificultades para acceder a aquel. Las compraventas de vivienda y los flujos de financiación hipotecaria han descendido desde el segundo trimestre de 2022, en tanto que las viviendas iniciadas permanecen en la actualidad en niveles históricamente reducidos. En consonancia

Gráfico 1.7

**LA INVERSIÓN, QUE SE HABÍA DESACELERADO EN LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES, PERMANECE DÉBIL EN LOS INICIOS DE 2023**

La inversión en vivienda continúa mostrando un tono débil: las compraventas de viviendas han descendido desde mediados de 2022 y la oferta permanece en niveles históricamente reducidos. Tanto la inversión en vivienda como la inversión empresarial, en particular, la destinada a bienes de equipo, han acusado el encarecimiento y la menor disponibilidad de financiación.



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a Series ajustadas de estacionalidad y efectos calendario.  
b Formación bruta de capital fijo en bienes de equipo, maquinaria y recursos biológicos cultivados.  
c Porcentaje de entidades que señalan que el factor ha contribuido considerablemente a incrementar la demanda  $\times 1 +$  porcentaje de entidades que señalan que ha contribuido en cierta medida a aumentar la demanda  $\times 1/2 -$  porcentaje de entidades que señalan que ha contribuido en cierta medida a reducir la demanda  $\times 1/2 -$  porcentaje de entidades que señalan que ha contribuido considerablemente a reducir la demanda  $\times 1$ . Datos procedentes de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) del Banco de España.



con estos desarrollos, el crecimiento del precio de la vivienda se ha ralentizado desde el segundo trimestre de 2022. Esta moderación del precio de la vivienda está siendo menos intensa que en otras grandes economías europeas, cuyos precios habían avanzado con más fuerza en los últimos años. La escasez de mano de obra especializada y los aumentos de los costes de los materiales de construcción ayudan a explicar simultáneamente el escaso dinamismo de la obra nueva y la aparente resistencia a la baja de los precios<sup>39</sup>.

**La inversión productiva privada ha mostrado una notable pérdida de fortaleza desde la primavera de 2022** (véase gráfico 1.7.1). La inversión empresarial se ha visto también afectada por el contexto adverso descrito<sup>40</sup>. Ello se está reflejando, desde mediados de 2022, en una desaceleración de la financiación externa de las empresas y, en particular, de la demanda de crédito para inversión, que, como muestra la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, en los últimos trimestres se ha visto lastrada por el repunte de los tipos de interés. En cambio, el crédito que financia el capital circulante ha mostrado una mayor fortaleza, posiblemente como reflejo del

39 San Juan (2023).

40 Aguilar, Ghirelli y Jiménez-García (2023) contiene evidencia acerca de la importancia relativa de estos factores. En todo caso, el deterioro de las condiciones financieras y la incertidumbre tienen, en parte, efectos desfasados que operan en 2023.

aumento del coste de las materias primas (véase gráfico 1.7.2). En todo caso, el desempeño de la inversión privada desde el inicio de la pandemia ha sido notablemente más favorable que el observado tras la crisis financiera global.

**Por componentes, tanto la inversión en maquinaria como la inversión en equipo de transporte mostraron un perfil de desaceleración a partir de la primavera de 2022.**

En todo caso, la inversión en maquinaria se mantiene por encima de los niveles previos a la pandemia y, además, habría recuperado vigor en los primeros meses de 2023. En contraposición, la orientada a equipo de transporte se sitúa muy por debajo de los registros previos a la crisis sanitaria, y habría prolongado la senda descendente de trimestres anteriores en los primeros meses de 2023. Por otra parte, de acuerdo con la EBAE, la formación bruta de capital fijo habría presentado una evolución comparativamente más favorable en las empresas de mayor dimensión.

**Por último, aunque el gasto público relacionado con el programa NGEU aumentó en 2022, lo hizo de forma relativamente modesta, por lo que su impacto sobre el gasto de los agentes finales sigue siendo limitado.**

En concreto, la información procedente de convocatorias y adjudicaciones bajo el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia sugiere que el volumen de concesiones habría ascendido en 2022 aproximadamente al 0,8 % del PIB. De cara al futuro, cabe esperar que el despliegue progresivo de los Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE) permita un mayor impulso de la inversión privada en 2023<sup>41</sup>.

## 6 El sector exterior constituyó un importante soporte para el crecimiento del producto

**La evolución reciente del sector exterior de la economía española ha sido relativamente positiva.** En primer lugar, la demanda exterior neta presentó en 2022 una contribución elevada —de 2,4 pp— al crecimiento del PIB, gracias, principalmente, a la fortaleza de las exportaciones de servicios. En segundo lugar, en el pasado año se produjeron moderadas ganancias de competitividad, que contrarrestaron las pérdidas que se habían producido desde el inicio de la pandemia. Por último, desde la perspectiva de los intercambios nominales, aunque el superávit de la balanza de bienes y servicios disminuyó en un 0,1 % del PIB en 2022, ello contrasta con los empeoramientos mucho más severos observados en las restantes economías de mayor tamaño del área del euro.

**Por lo que respecta a los flujos reales, destaca el dinamismo de las exportaciones de servicios, especialmente por lo que hace referencia al turismo internacional.** Los flujos de turistas experimentaron una notable reactivación a lo largo del pasado año, una vez eliminadas las restricciones a la movilidad. No obstante, en los primeros meses de 2023 la

<sup>41</sup> Hasta la fecha se han autorizado un total de 12 PERTE. A través de esta figura, los recursos públicos complementan las iniciativas privadas de inversión en sectores considerados estratégicos.

cifra total de visitantes extranjeros continúa estando situada ligeramente por debajo de la que se registraba en las mismas fechas de 2019. La reactivación tras la pandemia muestra algunos cambios positivos en la composición de los flujos de turistas, que han experimentado una cierta reorientación hacia segmentos con un mayor poder adquisitivo, como se desprende del incremento del peso relativo de los alojamientos de categoría más elevada dentro del total de pernoctaciones hoteleras<sup>42</sup>. Este desarrollo ha contribuido, junto con el elevado ritmo de aumento de los precios del sector, a que los ingresos por este concepto hayan seguido una trayectoria alcista, en términos nominales, que los sitúa a principios de 2023 claramente por encima de su nivel previo a la pandemia.

**Las exportaciones de servicios no turísticos también están mostrando un comportamiento muy expansivo.** La evolución reciente de este componente de la demanda está prorrogando uno de los rasgos más destacados de la evolución de la economía española desde la crisis financiera global. Por tipo de actividad, destaca el ascenso de las exportaciones de transporte, servicios empresariales y telecomunicaciones, informática e información. Entre los factores que explican estos desarrollos favorables se encuentran la internacionalización del tejido empresarial español, su creciente digitalización y, en el caso de los servicios de transporte, la normalización de las llegadas de turistas extranjeros (véase gráfico 1.8.1). Las importaciones de servicios, tanto turísticos como no turísticos, también mostraron un comportamiento muy dinámico en el conjunto del año, pero menos pronunciado que en el caso de las exportaciones.

**Por el contrario, el crecimiento reciente de los flujos comerciales de bienes ha sido mucho más moderado, sobre todo por lo que respecta a las exportaciones.** El avance de las ventas de bienes al exterior en 2022 y al comienzo de 2023 fue modesto, en línea con la notable debilidad mostrada por el comercio mundial. Dentro de la tónica agregada de debilidad, las exportaciones de algunas ramas, como las de productos energéticos y algunos bienes de equipo, mostraron un comportamiento más dinámico. Por el contrario, las ventas al exterior de otras ramas productivas se vieron dificultadas, aunque de modo decreciente en el transcurso del año, por las alteraciones de las cadenas productivas globales. Este es el caso del automóvil, cuya fabricación y exportación se resintieron ante la escasez de semiconductores durante gran parte del ejercicio. Sin embargo, más recientemente, esta evolución ha revertido, al desaparecer los factores que dieron lugar a ello, de modo que, al inicio de 2023, las exportaciones y la propia producción de automóviles están experimentando una tónica expansiva.

**Por su parte, las importaciones de bienes están creciendo, en términos reales, por encima de sus determinantes principales habituales: la demanda final y la competitividad-precio.** Hay tres factores que explican esta fortaleza<sup>43</sup>. El primero de ellos es el aumento, tal vez de naturaleza estructural, de la demanda de algunos bienes producidos por ramas con un contenido importado elevado, como los de la industria informática y telecomunicaciones. El segundo factor es el notable impulso que han recibido las compras al

42 [García, Gómez y Martín \(2023a\)](#).

43 [García, Gómez y Martín \(2023b\)](#).

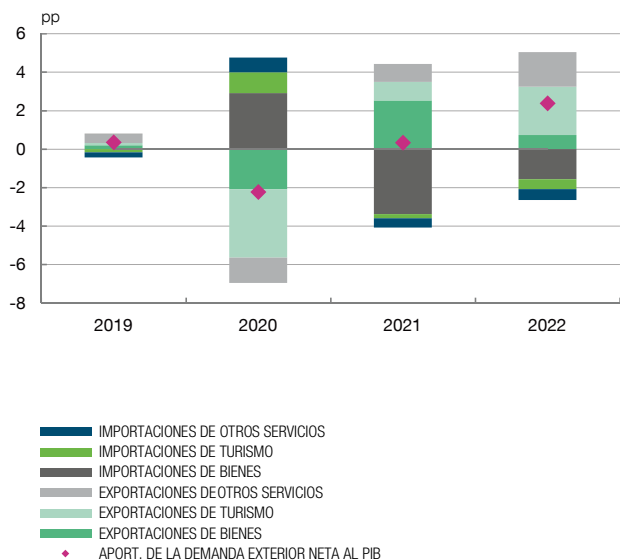


Gráfico 1.8

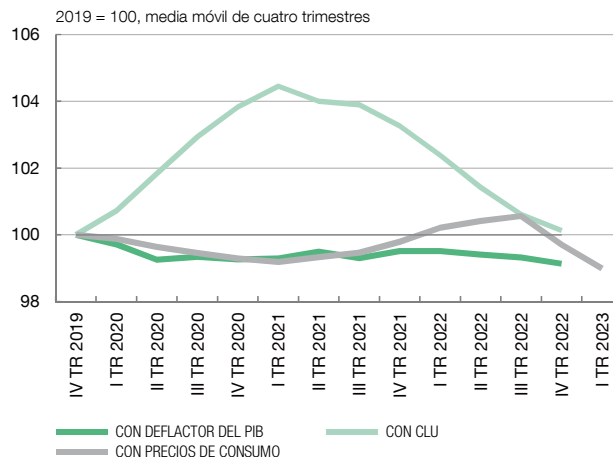
**LA DEMANDA EXTERNA NETA CONTRIBUYÓ SIGNIFICATIVAMENTE AL CRECIMIENTO DEL PIB EN LA ETAPA MÁS RECIENTE**

Las exportaciones de servicios han impulsado notablemente la contribución del sector exterior a la actividad, gracias a la reactivación del turismo internacional y al dinamismo generalizado de los servicios no turísticos. El encarecimiento de las materias primas energéticas ha deteriorado la relación real de intercambio.

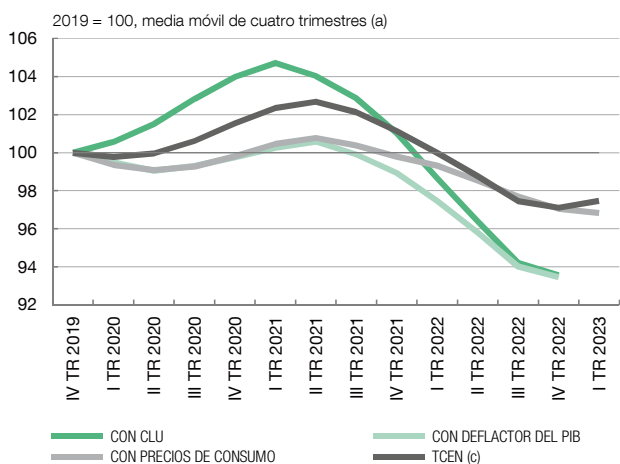
1 CONTRIBUCIÓN DEL SECTOR EXTERIOR A LA VARIACIÓN DEL PIB REAL



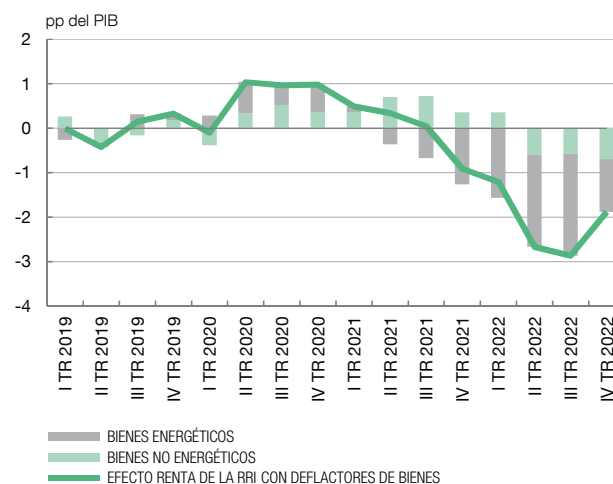
2 INDICADORES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE AL RESTO DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO (a)



3 INDICADORES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A UN GRUPO DE 18 PAÍSES INDUSTRIALIZADOS NO EURO (a) (b)



4 EFECTO RENTA DE LA RELACIÓN REAL DE INTERCAMBIO (CON DEFLACTORES DE BIENES). ESPAÑA (d)



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística, y Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

- a Aumentos (disminuciones) de los índices reflejan pérdidas (ganancias) de competitividad.
- b Frente a un grupo de 18 socios comerciales no euro, que comprende Australia, Canadá, Dinamarca, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur, Corea del Sur, Suecia, Reino Unido, Suiza, Estados Unidos, Bulgaria, China, República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía.
- c Tipo de cambio efectivo nominal.
- d La desgragegación de los deflactores en los componentes energético y no energético se calcula a partir de los IVUXM (índices de valor unitario de las exportaciones e importaciones).



exterior de bienes energéticos. Dicho impulso ha venido derivado, por un lado, de las propias exportaciones españolas de estos productos, una vez reelaborados, hacia otras economías más dependientes del gas y del petróleo rusos, y, por otro lado, de las estrategias de almacenamiento que se han implementado en 2022, en un contexto de riesgo de alteraciones del suministro. En el futuro, cabe esperar que la duración de este fenómeno de aumento de las compras energéticas esté ligada a la de la guerra en Ucrania. El tercer factor está asociado a una sustitución parcial de producción interior por importaciones procedentes de fuera de Europa en el caso de las manufacturas más intensivas en consumos energéticos (como la química y la metalurgia), dada la pérdida de competitividad derivada del mayor encarecimiento de estos insumos en el Viejo Continente<sup>44</sup>. De persistir, esta situación podría comportar consecuencias negativas a largo plazo, incluso aunque reviertan las razones que han dado lugar a ella, en la medida en que los daños causados a la rentabilidad de estas empresas puedan conducirlos a renunciar a llevar a cabo decisiones de inversión y de empleo en Europa.

**Al margen del encarecimiento de los costes energéticos, la competitividad de la economía española ha tenido una evolución reciente relativamente favorable.** Frente a la zona del euro, el indicador basado en los costes laborales unitarios retornó en 2022 a niveles cercanos a los de 2019, revirtiendo las pérdidas de competitividad que se habían acumulado durante la pandemia (véase gráfico 1.8.2). Frente a los países industrializados ajenos al área del euro, esta tónica se vio reforzada por la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal (véase gráfico 1.8.3). La mejora de competitividad registrada por los indicadores construidos con precios de consumo, que aproximan la competitividad del conjunto de la economía —incluidos los de los servicios—, favoreció las exportaciones de turismo<sup>45</sup>.

**El deterioro de la relación real de intercambio como consecuencia de la elevación de los precios de la energía se agudizó en 2022.** La magnitud del empeoramiento fue elevada en el tramo central de 2022, con un impacto negativo sobre la renta nacional de en torno al 3% del PIB (véase gráfico 1.8.4). La mayor parte de esta pérdida de renta reflejó el intenso repunte de los precios relativos de las importaciones de bienes energéticos, coincidiendo con las tensiones más intensas en los mercados de gas natural. No obstante, desde el segundo trimestre de 2022 los bienes no energéticos también han contribuido negativamente a la evolución de la relación real de intercambio. Más recientemente, la corrección a la baja de los precios de las materias primas energéticas ha dado lugar, en el último trimestre de 2022, a una cierta reducción del deterioro en la relación real de intercambio.

44 La disponibilidad fiable de energía a un coste competitivo frente a otras áreas geográficas es clave para el posicionamiento dentro de los mercados internacionales, especialmente en el caso de las ramas más intensivas en consumos energéticos. En este sentido, el coste del gas sigue siendo, a pesar de la caída observada desde el verano de 2022, mayor que en algunas otras regiones, lo que constituye una desventaja competitiva para España y para el resto de los países europeos, y puede dar lugar a una deslocalización de la producción. El capítulo 4 contiene un análisis más detallado sobre esta cuestión.

45 En términos de los precios de consumo, el diferencial de inflación con el área del euro se deterioró significativamente durante buena parte de 2021 y al principio de 2022, e inmediatamente después del estallido de la guerra, como resultado de la traslación más rápida de los precios mayoristas del gas natural a los precios de la electricidad en España. Sin embargo, el comportamiento de ese diferencial se revirtió tras el verano, como consecuencia de la aplicación del mecanismo ibérico y, sobre todo, de la desaceleración de los precios de las materias primas energéticas.

**La disminución del superávit por cuenta corriente en 2022 fue relativamente moderada (de 0,4 pp del PIB, hasta el 0,6%), a pesar del fuerte ascenso de los precios energéticos.**

En 2022, el déficit de bienes se amplió significativamente, debido, sobre todo, al impacto sobre el saldo energético del encarecimiento de la energía importada. No obstante, también empeoró el saldo no energético, en lo que desempeñaron un papel relevante el encarecimiento de otras materias primas y la depreciación del tipo de cambio del euro. Además, el déficit agregado de rentas primarias y secundarias se incrementó moderadamente, en un contexto de traslación paulatina de las subidas de tipos de interés a los pagos netos por este concepto. Sin embargo, una proporción muy elevada de estos desarrollos se vio compensada por la mejora del superávit de servicios, que, como se ha explicado, reflejó principalmente la reactivación del turismo internacional, pero también un aumento del superávit en los servicios no turísticos.

**Las profundas perturbaciones sufridas desde 2019 se han traducido en un deterioro del saldo de bienes y servicios mucho más modesto, hasta la fecha, en España que en el resto de los principales países del área del euro.** En nuestro país, el empeoramiento de esta balanza entre 2019 y 2022 ha sido de 1,5 pp de PIB, frente a 7,2 pp, 3,2 pp y 4,6 pp en Alemania, Francia e Italia, respectivamente (véase gráfico 1.9). Por componentes, cabe destacar que la magnitud del aumento del déficit energético haya sido de 1,9 pp de PIB en España, mientras que en las otras tres economías oscila entre 3,1 pp y 3,3 pp de PIB. Ello se explica, como se ha señalado, por el elevado dinamismo de la reexportación de bienes energéticos, tras su procesamiento en España, que conlleva la incorporación de un elevado valor añadido. Además, aunque el saldo de bienes no energéticos se ha deteriorado en las cuatro economías, lo ha hecho en menor medida en España (0,3 pp de PIB) que en Alemania, Francia e Italia (2,8 pp, 1,6 pp y 0,7 pp, respectivamente). Con respecto al saldo de turismo, apenas ha variado en España entre 2019 y 2022, al igual que en Francia y en Italia<sup>46</sup>. Finalmente, la mejora del saldo de servicios no turísticos en Francia es mayor que la de España, pero Italia y, sobre todo, Alemania registraron empeoramientos.

## 7 La respuesta de las políticas económicas nacionales y supranacionales europeas en los últimos trimestres

**Las autoridades europeas han respondido de forma decidida a la invasión rusa de Ucrania y a los retos que ella ha supuesto desplegando un amplio abanico de medidas en múltiples ámbitos.** Así, por ejemplo, a lo largo de los últimos trimestres se han aprobado distintos paquetes de sanciones y de restricciones, destinadas fundamentalmente a elevar el coste de la guerra para Rusia y su economía. Asimismo, para favorecer la capacidad de respuesta de los Estados miembros de la UE, en mayo de 2022 la CE acordó mantener activa durante 2023 la cláusula general de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que permanecía vigente desde el comienzo de la pandemia y que, antes de iniciarse el conflicto bélico en Ucrania, se esperaba que fuera desactivada de cara a 2023. Finalmente, la CE aprobó un nuevo Marco Temporal de Ayudas de Estado, que flexibiliza la concesión de

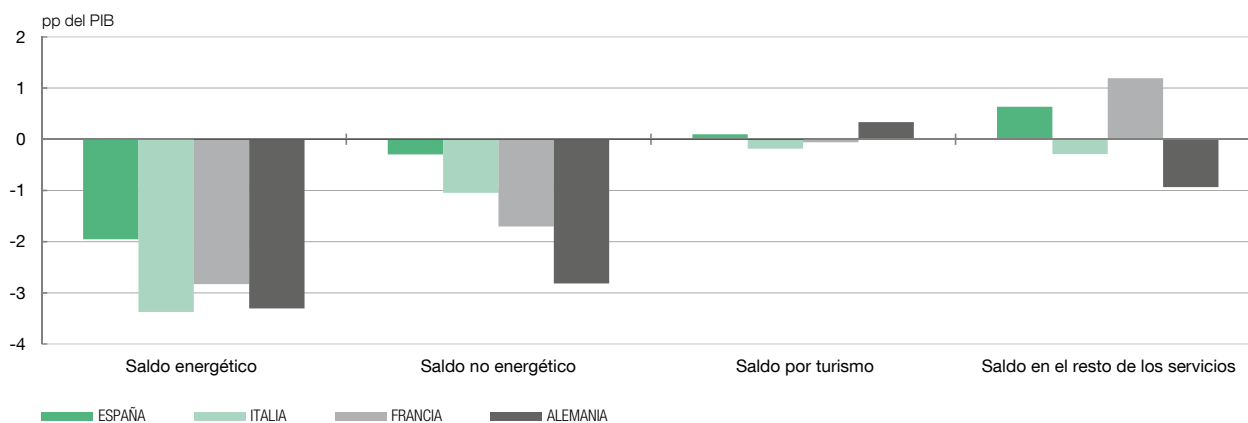
<sup>46</sup> En Alemania, país habitualmente emisor de turistas, por el contrario, el saldo turístico ha mejorado en relación con el período prepandemia, debido a la reducción de viajes al exterior.

Gráfico 1.9

## EL DETERIORO DEL SALDO DE BIENES Y SERVICIOS ENTRE 2019 Y 2022 HA SIDO MUCHO MÁS MODESTO EN ESPAÑA QUE EN EL RESTO DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO

Las reexportaciones energéticas han permitido que el encarecimiento de la energía haya deteriorado en menor medida el saldo de bienes energéticos. Además, el saldo de bienes no energéticos ha tenido también un comportamiento significativamente más favorable.

DIFERENCIAS ENTRE 2022 Y 2019 EN LOS SALDOS COMERCIALES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



FUENTES: Banco de España, Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

a La descomposición del saldo de bienes en sus componentes energético y no energético se estima a partir de los datos desagregados por productos del comercio exterior de bienes (Eurostat y Departamento de Aduanas).



subvenciones y préstamos bonificados a los sectores más afectados por la crisis energética y trata de impulsar la transición hacia una economía sin emisiones.

**En materia energética, destaca el lanzamiento del programa *REPowerEU* por parte de la CE.** En términos generales, este programa aglutina una serie de iniciativas que persiguen diversificar las fuentes de suministro de combustibles fósiles de la UE, intensificar el ahorro de energía y acelerar el despliegue de las energías renovables. Para alcanzar estos objetivos, entre otras medidas, se permite a los Estados miembros redirigir el remanente de los fondos del programa NGEU —y fondos adicionales procedentes de los mercados de emisiones de carbono de la UE— para adoptar nuevas actuaciones en materia energética. Asimismo, se establecen nuevas regulaciones en el contexto, por ejemplo, de los inventarios de gas, los objetivos de energías renovables y las compras compartidas de gas natural. Para más detalles sobre la respuesta y la capacidad de adaptación de las economías europeas a la crisis energética, con una perspectiva tanto de corto plazo como de medio y largo plazo, véase el capítulo 4.

**El Banco Central Europeo (BCE) comenzó, a finales de 2021, un proceso de endurecimiento de la política monetaria, en respuesta a las elevadas y persistentes presiones inflacionistas.** En el capítulo 3 se describe con detalle cómo el BCE ha venido ajustando el tono de su política monetaria a lo largo de los últimos trimestres —lo que ha supuesto, entre otras medidas, un rápido aumento de los tipos de interés oficiales, de una cuantía acumulada de 375 puntos básicos (pb) entre julio de 2022 y mayo de 2023— y cómo estas decisiones de política monetaria se están transmitiendo, a través de distintos canales, al conjunto de la actividad económica.

**También en respuesta al fuerte repunte de los precios, las autoridades nacionales de los distintos países de la UE han venido aprobando múltiples iniciativas de naturaleza muy diversa.** Fundamentalmente, estas actuaciones han tratado de limitar el incremento de los precios nacionales —especialmente, de los bienes energéticos, pero también, en algunos casos, de los alimentos— y/o de sostener las rentas de los agentes económicos ante la pérdida de poder adquisitivo que estos han venido experimentando desde 2021. En conjunto, estas medidas —que han sido mayoritariamente generalizadas, en lugar de estar focalizadas en los colectivos más vulnerables— ascenderían a unos 2 pp del PIB de la UE. Además, la persistencia de una inflación elevada ha llevado a que su vigencia temporal se haya extendido, en la mayoría de los casos, a buena parte de 2023.

**En España, se estima que las medidas adoptadas desde mediados de 2021 para mitigar las consecuencias de la elevada inflación tendrán un impacto presupuestario de unos 37 mm de euros durante el horizonte temporal 2021-2025** (véase recuadro 1)<sup>47</sup>. Este coste estaría concentrado en 2022 y 2023, en cuantías respectivas del 1,4 % y del 0,9 % del PIB, algo inferior, por tanto, al estimado para el conjunto del área del euro<sup>48</sup>.

**Una primera taxonomía de las medidas es la que distingue entre las que están orientadas a suavizar los aumentos de precios de algunos de los bienes que más se han encarecido y las que están destinadas a sostener las rentas de ciertos grupos de agentes.** Según los cálculos disponibles, la mayor parte de las iniciativas aprobadas en el caso español pertenecen, en términos de los recursos totales destinados, a la primera de estas dos categorías. En concreto, entre el 60 % y el 68 % (véase gráfico 1.10.1).

**El primer tipo de medidas se ha orientado a moderar el encarecimiento de la energía y, más recientemente, de los alimentos, generalmente mediante reducciones impositivas.** En particular, se ha hecho uso de disminuciones de los tipos del IVA de ciertos bienes energéticos y alimenticios, y de los impuestos especiales a la electricidad y al gas, de bonificaciones del precio de determinados productos (por ejemplo, la subvención a los carburantes consumidos por los hogares que estuvo en vigor hasta el final de 2022<sup>49</sup>), y de modificaciones en el sistema de fijación de los precios de la electricidad a través del establecimiento de un tope temporal al precio del gas utilizado en la producción eléctrica. En general, estas iniciativas que establecen límites a los precios o reducen impuestos tienen la ventaja de que su aplicación es relativamente sencilla e inmediata. Pero también presentan un doble inconveniente. Por un lado, aunque contribuyen a moderar las tasas de inflación de algunos bienes en el corto plazo, introducen distorsiones en las señales proporcionadas por los precios, de modo que, en el caso concreto de los productos energéticos, reducen los incentivos para contener su consumo y fomentar su uso eficiente. Además, en la medida en que estas actuaciones

47 Este coste está calculado bajo el supuesto de que la vigencia de las medidas desplegadas coincidirá con la que ha sido anunciada por las autoridades. En todo caso, no se puede estimar, en el momento actual, el coste exacto de estas iniciativas, dado que el período de aplicación de algunas de ellas depende de la propia evolución de los precios.

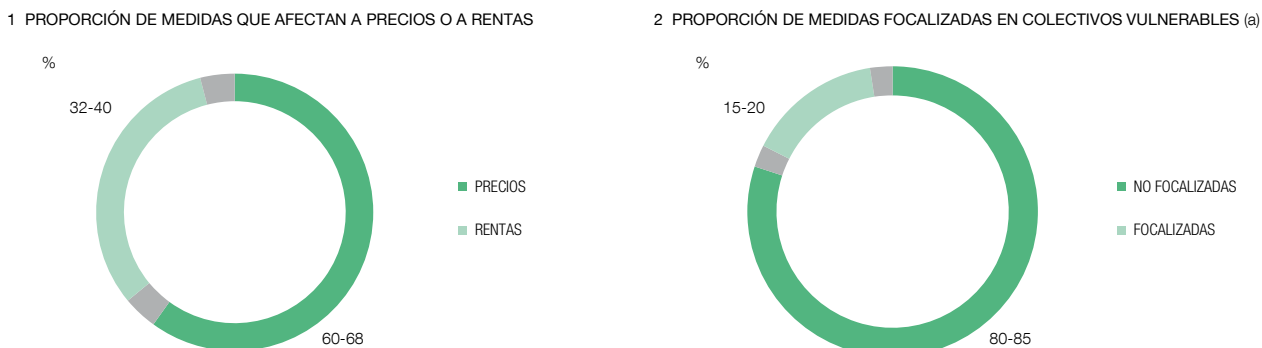
48 Según estimaciones del Eurosistema, el monto de estas medidas fiscales sería del 1,9 % y del 1,8 % del PIB del área del euro en 2022 y 2023, respectivamente (Checherita-Westphal y Dorrucchi, 2023).

49 Hasta el 31 de diciembre de 2022, la subvención era aplicable de forma universal. A partir del 1 de enero de 2023 perdió su vigencia para los hogares, quedando restringida al consumo para uso profesional.

Gráfico 1.10

### LA MAYOR PARTE DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS FRENTE A LA INFLACIÓN NO SE HAN ORIENTADO HACIA LOS COLECTIVOS VULNERABLES

En proporción a los recursos totales empleados, la mayor parte de las medidas adoptadas para hacer frente a la inflación se caracterizó por no encaminarse a aliviar la situación de los colectivos vulnerables y por afectar directamente a los precios (en vez de dar soporte a las rentas de los agentes).



FUENTE: Banco de España, a partir de información de Gobierno de España, IGAE y AEAT.

a El color gris indica la incertidumbre sobre la clasificación de estas medidas.



sean temporales, pueden implicar, simplemente, un traslado de la inflación en el tiempo, de forma que esta vuelve a repuntar una vez que dichas actuaciones se retiran. Por otro lado, dado que estas medidas presentan un carácter eminentemente generalizado, pueden suponer un impulso fiscal excesivo y un elevado coste presupuestario, aspecto que es particularmente relevante en países, como España, que disponen de un margen de actuación fiscal limitado.

#### Las medidas del segundo tipo están orientadas a paliar, mediante transferencias, la caída en la renta real de los hogares y de las empresas provocada por el alza de precios.

Una ventaja de las actuaciones de esta naturaleza es que, *a priori*, pueden ser diseñadas de modo que no beneficien de forma indiscriminada a todos los agentes, sino solo a los que son más vulnerables al repunte inflacionista. Sin embargo, la dificultad estriba en que su diseño es, *a priori*, más complejo, dado que es preciso identificar a los colectivos vulnerables y hacerles llegar la ayuda de manera efectiva, lo que lleva tiempo. En el caso español, las iniciativas destinadas a los hogares incluyen, por ejemplo, deducciones en el IRPF, aumentos de los importes de las pensiones mínimas y del ingreso mínimo vital de mayor cuantía que en el caso de otras prestaciones sociales, y transferencias directas a hogares vulnerables, definidos en función de su renta y su riqueza (como la que, por importe de 200 euros, se aprobó a finales de 2022). Las medidas dirigidas a empresas han incluido subvenciones a las que operan en determinadas ramas productivas.

**En conjunto, las medidas aplicadas en España, así como en el área del euro, no están siendo suficientemente orientadas hacia los agentes más afectados.** De acuerdo con la

evidencia disponible<sup>50</sup>, los beneficiarios del grueso de las actuaciones públicas aprobadas desde finales de 2021 para hacer frente a las consecuencias de la inflación elevada habrían sido el conjunto de hogares y empresas españolas. En concreto, un 15 % y un 20 % del coste presupuestario estimado de las medidas en el período comprendido entre 2021 y 2025 está asociado a aquellas que están exclusivamente enfocadas a los agentes económicos más vulnerables ante la crisis energética y el aumento de los precios (véase gráfico 1.10.2)<sup>51</sup>. Dentro de este grupo se encontrarían la mayoría de las iniciativas enunciadas que toman la forma de transferencias, pero también alguna de precios, como las tarifas sociales de gas y electricidad. El resto de los recursos movilizados (entre el 80 % y el 85 % del coste fiscal previsto) está vinculado con iniciativas que presentan un alcance relativamente generalizado.

**Un diseño de las medidas mejor enfocado hacia los agentes más vulnerables habría sido más eficaz para mitigar, con un coste fiscal menor, el impacto de la crisis inflacionista sobre dichos agentes y, a la vez, minimizar su posible impacto inflacionista.** El carácter generalizado de las medidas supone un coste presupuestario muy elevado, de forma que, con menores recursos, podrían haberse abordado más adecuadamente las dificultades de los hogares y las empresas más vulnerables<sup>52</sup>. La falta de focalización destacó, especialmente, en el caso de la bonificación al precio de los carburantes para consumo doméstico, dado que solo una pequeña parte de su coste presupuestario se destinó a los hogares de renta baja, que se vieron menos beneficiados en términos relativos a su gasto total que los hogares de rentas superiores. La eliminación de esta medida al final de 2022 fue un paso importante hacia una mayor focalización de las actuaciones de política económica nacional. Aunque de aplicación más lenta, un diseño alternativo de las medidas de apoyo basado en transferencias de renta a los colectivos más vulnerables permitiría alcanzar niveles de protección similares a los alcanzados con las iniciativas aprobadas, pero con un menor coste presupuestario, a la vez que se evitaría generar distorsiones en las señales de precios y contribuir a prolongar las presiones inflacionistas.

**En conjunto, las medidas desplegadas han permitido reducir la inflación e impulsar la actividad.** Las estimaciones disponibles indican que el conjunto de acciones introducidas redujo la tasa media de inflación en 2,3 pp y realizó una contribución de 1,1 pp a la tasa de crecimiento del PIB en 2022<sup>53</sup> (véase recuadro 1). Ahora bien, dado el carácter temporal de las iniciativas aprobadas y su expiración prevista a lo largo de este año, se estima que tendrán un efecto de signo contrario sobre el PIB en 2024 y sobre la inflación en 2023 y 2024. Como resultado de esta reversión parcial de los efectos, el nivel de precios en 2024 sería aproximadamente un 1 % menor que antes de la introducción de las medidas.

50 Para un análisis más detallado de esta taxonomía y de los efectos distributivos de las medidas desplegadas, véase [García-Miralles \(2023\)](#).

51 [Checherita-Westphal y Dorrucchi \(2023\)](#) muestran que las medidas aprobadas en el conjunto del área del euro también han tenido un carácter eminentemente generalizado.

52 Para más detalles, véase [García-Miralles \(2023\)](#)

53 Para aliviar los efectos adversos sobre los hogares hipotecados asociados al rápido aumento de los tipos de interés, las autoridades aprobaron un nuevo Código de Buenas Prácticas para deudas hipotecarias a finales de 2022 (véase [RDL 19/2022](#), de 24 de noviembre). A escala macroeconómica, se estima que el alivio directo de la presión financiera sobre los deudores hipotecarios vulnerables derivado de la aplicación de este nuevo código estimulará de forma marginal el PIB en el corto plazo. Para más detalles, véase [Banco de España \(2023b\)](#).

## BIBLIOGRAFÍA

- Aguilar, Pablo, Corinna Ghirelli y Blanca Jiménez-García. (2023). “La evolución reciente de la inversión en España desde una perspectiva macroeconómica”. *Boletín Económico - Banco de España* (de próxima publicación).
- Alves, Pana, y Carmen Martínez-Carrascal. (2023). “El destino del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia”. *Boletín Económico - Banco de España* (de próxima publicación).
- Banco Central Europeo. (2023). “Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para el conjunto del área del euro de marzo de 2023”. [https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202303\\_ecbstaff-77c0227058.es.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202303_ecbstaff-77c0227058.es.html)
- Banco de España. (2022). “El repunte global de la inflación”. En Banco de España, *Informe Anual 2021*, pp. 193-240. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21107>
- Banco de España. (2023a). “Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2023”. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29810>
- Banco de España. (2023b). *Informe de Estabilidad Financiera*. Primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29871>
- Basso, Henrique, Ourania Dimakou y Myroslav Pidkuyko. (2023). “How inflation varies across Spanish households”. Documentos Ocasionales, 2307, Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosOcasionales/23/Files/do2307e.pdf>
- Borrallo, Fructuoso, Lucía Cuadro-Sáez, Matías Pacce e Isabel Sánchez. (2023). “Evolución reciente de los precios de consumo de los alimentos en el área del euro y en España”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 01. <https://doi.org/10.53479/29819>
- Checherita-Westphal, Cristina, y Ettore Dorrucci. (2023). “Box 9. Update on euro area fiscal policy responses to the energy crisis and high inflation”. *Economic Bulletin - European Central Bank*, 2/2023. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202302\\_09-37755e445d.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202302_09-37755e445d.en.html)
- Comisión Europea. (2022a). “Save Gas for a Safe Winter: Commission proposes gas demand reduction plan to prepare EU for supply cuts”. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_22\\_4608](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_4608)
- Comisión Europea. (2022b). “Energy prices: Commission proposes emergency market intervention to reduce bills for Europeans”. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_22\\_5489](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_5489)
- Cuadrado, Pilar. (2023). “Un análisis de la evolución de las horas trabajadas por ocupado en España: desarrollos tendenciales y evolución reciente”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 14. <https://doi.org/10.53479/29650>
- Fernández Cerezo, Alejandro, y Mario Izquierdo. (2023). “Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2023”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 21. <https://doi.org/10.53479/29809>
- Fernández Cerezo, Alejandro, y Elvira Prades. (2022). “Recuadro 2. La evolución reciente del sector manufacturero en España”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, pp. 45-48. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23330>
- García, Coral, Ana Gómez y César Martín. (2023a). “La recuperación del turismo internacional en España tras la pandemia”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 08. <https://doi.org/10.53479/25114>
- García, Coral, Ana Gómez y César Martín. (2023b). “La evolución reciente de las importaciones de bienes a la luz de algunos condicionantes”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 03. <https://doi.org/10.53479/29853>
- García-Mirallés, Esteban. (2023). “Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 15. <https://doi.org/10.53479/29651>
- González-Mínguez, José, Samuel Hurtado, Danilo Leiva-León y Alberto Urtasun. (2022). “De la energía al resto de los componentes: la generalización del fenómeno inflacionista”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 02. <https://doi.org/10.53479/24995>
- Hernández de Cos, Pablo. (2022). “Comparecencia en el Congreso de los Diputados: presentación del *Informe Anual 2021* del Banco de España”, Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/IIPP-2022-06-01-hdc-1.pdf>
- Hurtado, Samuel, y Mario Izquierdo. (2023). “Efectos económicos de un posible deterioro duradero en la salud general de la población española”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 20. <https://doi.org/10.53479/29790>



- Izquierdo, Mario, y José Luis Herrera. (2022). “Recuadro 6. Un análisis del contenido de las cláusulas de salvaguarda firmadas recientemente”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, pp. 59-61. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23334>
- Menéndez, Álvaro, y Maristela Mulino. (2022). “Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2022”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, Artículos Analíticos. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/22/T3/Fich/be2203-art26.pdf>
- Pacce, Matías, Ana del Río e Isabel Sánchez. (2022). “Evolución reciente de la inflación subyacente en el área del euro y en España”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23126>
- Pacce, Matías, e Isabel Sánchez. (2022). “Recuadro 4. El impacto sobre la inflación del mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2022, pp. 26-28. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21570>
- Pacce, Matías, Isabel Sánchez y Marta Suárez-Varela. (2021). “El papel del coste de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub> y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España”. Documentos Ocasionales, 2120, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/17351>
- San Juan, Lucio. (2023). “El mercado de la vivienda: el desajuste entre oferta y demanda y su relación con los precios”. *Boletín Económico - Banco de España* (de próxima publicación).

## EL IMPACTO MACROECONÓMICO DE LAS MEDIDAS DE APOYO FRENTE AL REPUNTE DE LA INFLACIÓN Y LA CRISIS ENERGÉTICA

El acusado repunte de la inflación registrado desde el comienzo de 2021 ha dado lugar al despliegue de distintas medidas por parte de los Gobiernos del área del euro para paliar sus efectos sobre la economía. Este recuadro presenta una estimación del impacto agregado, sobre la inflación y sobre la actividad económica en nuestro país, de las actuaciones desarrolladas por las autoridades españolas.

Como en otros lugares, el diseño de las diferentes medidas desplegadas en España muestra una elevada heterogeneidad al menos en cuatro dimensiones distintas: la existencia o no de costes presupuestarios explícitos, su carácter temporal o permanente, su impacto sobre las rentas de los agentes o sobre el precio de los productos, y su naturaleza generalizada al conjunto de agentes o focalizada en los colectivos más vulnerables. En relación con el primero de estos aspectos, una parte mayoritaria de las medidas de apoyo implementadas implica un coste presupuestario, como, por ejemplo, las rebajas impositivas y las transferencias a colectivos vulnerables<sup>1</sup>. Pero algunas otras, como el mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico, no comportan un efecto directo sobre las finanzas públicas. Si se consideran exclusivamente las actuaciones con impacto presupuestario directo, el grueso de ese coste se concentra en los años 2022 y 2023 (1,4% y 0,9% del PIB, respectivamente) —véase cuadro 1—. Para el conjunto del período 2021-2025, el impacto presupuestario estimado se sitúa en un rango comprendido entre el 2,5% y el 2,9% del PIB.

En este contexto, los canales del impacto sobre la inflación y la actividad económica de las diferentes medidas dependen de sus características. Así, algunas actuaciones tienen un efecto directo sobre la inflación, al comportar una reducción automática de los precios de consumo de la energía (por ejemplo, la reducción o eliminación de peajes de acceso, las disminuciones de los impuestos energéticos o el tope al precio del gas). Sin

embargo, el que otras iniciativas no afecten directamente al nivel de precios no quiere decir que no lo hagan de forma indirecta a través de su efecto sobre la renta disponible y la demanda de los agentes (por ejemplo, las transferencias a hogares vulnerables o a determinados sectores productivos)<sup>2</sup>. Además, cabe esperar que las actuaciones con impacto directo sobre la inflación también ejerzan, a su vez, un efecto indirecto sobre la demanda de los agentes —y la actividad económica— al influir sobre su renta disponible en términos reales.

Estas consideraciones aconsejan que la estimación del impacto agregado de las diferentes medidas se realice dentro de un marco metodológico que permita incorporar tanto los efectos directos como los indirectos. Con este objetivo, en este recuadro se utiliza el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)<sup>3</sup>. El MTBE es un modelo macroeconómico de gran escala, utilizado tanto en el proceso de elaboración de las proyecciones para la economía española en un horizonte de medio plazo como en la estimación de escenarios contrafactuales que simulan, por ejemplo, escenarios de riesgo o los efectos de iniciativas de política económica de diversa índole. Este modelo permite computar los efectos macroeconómicos de las medidas atendiendo a la diferente naturaleza de cada una de ellas.

De acuerdo con las simulaciones realizadas con este modelo, la implementación de las medidas de apoyo frente a la crisis energética en España habría tenido un efecto significativo, tanto en términos de impulso a la actividad económica como en términos de contención de las presiones inflacionistas (véase gráfico 1). En particular, la contribución de dichas actuaciones al crecimiento del PIB habría sido de 0,2 pp, 1,1 pp y 0,1 pp en 2021, 2022 y 2023, respectivamente. De acuerdo con la información ahora disponible, la mayoría de las medidas serán retiradas en 2023 y 2024, lo que originará una contribución negativa a la tasa de crecimiento del PIB de casi 0,6 pp en 2024<sup>4</sup>.

- 1 En el análisis llevado a cabo en el recuadro quedan excluidas las medidas con impacto presupuestario que, aunque en principio han sido adoptadas como consecuencia de la crisis inflacionista, no pueden ser consideradas como medidas de apoyo directo a los agentes privados. Este es el caso de los gravámenes a las empresas energéticas y a las entidades financieras.
- 2 De acuerdo con este criterio, se estima que entre un 32% y un 40% de las actuaciones con impacto presupuestario afectan directamente a las rentas de los agentes, mientras que las restantes operan a través de rebajas impositivas, bonificaciones o subvenciones que influyen directamente sobre el precio efectivo de los productos.
- 3 Para más detalles, véase [Ana Arencibia, Samuel Hurtado, Mercedes de Luis y Eva Ortega \(2017\), "New Version of the Quarterly Model of Banco de España \(MTBE\)", Documentos Ocasionales, 1709, Banco de España.](#)
- 4 La razón que explica que la retirada de medidas en 2023 no tenga efectos sobre el PIB hasta 2024 es el hecho de que muchas de ellas afectan a la economía con cierto retardo.

## EL IMPACTO MACROECONÓMICO DE LAS MEDIDAS DE APOYO FRENTE AL REPUNTE DE LA INFLACIÓN Y LA CRISIS ENERGÉTICA (cont.)

Cuadro 1  
MEDIDAS DE APOYO A HOGARES Y A EMPRESAS EN RESPUESTA A LA CRISIS ENERGÉTICA Y A LA INFLACIÓN (a)

Las autoridades han presentado un amplio programa de medidas destinado a contrarrestar los efectos del encarecimiento de diversos bienes y servicios sobre las rentas de hogares y de empresas. En su conjunto, estas medidas habrían tenido un coste presupuestario de entre 34 mm y 40 mm de euros durante el período 2021-2025 (entre un 2,5 % y un 2,9 % del PIB).

	Fecha de inicio	Vencimiento esperado	Carácter focalizado	Coste presupuestario durante 2021-2025 (millones de euros)
(1) Medidas de ingresos				[-17.800, -15.200]
IVA: Reducción temporal de los tipos de electricidad y gas	1.7.2021 (b)	31.12.2023	No	[-6.300, -5.500]
IEE: Reducción temporal del tipo a la electricidad	1.9.2021	31.12.2023	No	[-3.300, -2.900]
IVA: Rebaja temporal en el tipo de los alimentos	1.1.2023	30.6.2023	No	[-700, -600]
IRPF: Deducción rentas trabajo, rebaja autónomos, rebajas regionales	1.1.2023	Permanente (c)	No	[-7.500, -6.200]
(2) Medidas de gastos				[19.120, 22.100]
Bonificación al carburante para hogares y profesionales del transporte (d)	1.4.2022	30.6.2023	No	[5.300, 6.000]
Extensión bonificación al carburante para profesionales del transporte	1.1.2023	30.6.2023	No	[400, 500]
Transferencia a empresas afectadas por el alza de precios energéticos	1.4.2022	31.12.2022	Sí	[2.100, 2.300]
Transferencias a sectores productivos	1.4.2022	31.12.2023	Sí	[1.000, 1.200]
Cheque de 200 € a hogares vulnerables (ambos paquetes)	1.7.2022	31.12.2023	Sí	[920, 1500]
Aumento del 15 % en las pensiones no contributivas (incluyendo IMV)	1.4.2022	31.12.2022	Sí	[650, 850]
Subvención al transporte público (e)	1.9.2022	31.12.2023	No	[1.700, 2.000]
Ampliación de becas a estudiantes	1.9.2022	31.12.2022	Sí	[350, 450]
Subvenciones a sector eléctrico/gas destinadas a rebajar factura (f)	1.9.2022	31.12.2022	No	[6.500, 6.900]
Bono social térmico	1.10.2022	Permanente	Sí	[600, 900]
(2-1) Recursos totales				[34.320, 39.900]
(3) Otras medidas sin coste presupuestario directo				
Suspensión del IVPEE (g)	1.7.2021	31.12.2023		
Reducción cargos electricidad	1.10.2021	31.12.2022		
Excepción Ibérica	15.6.2022	31.12.2023		
Tope al incremento de alquileres	1.4.2022	31.12.2023		
Tope al precio del butano	1.7.2022	30.6.2023		

**FUENTE:** Banco de España, a partir de información del Gobierno de España, la Intervención General de la Administración del Estado, la Agencia Tributaria, la Encuesta de Presupuestos Familiares y la Encuesta Financiera de las Familias.

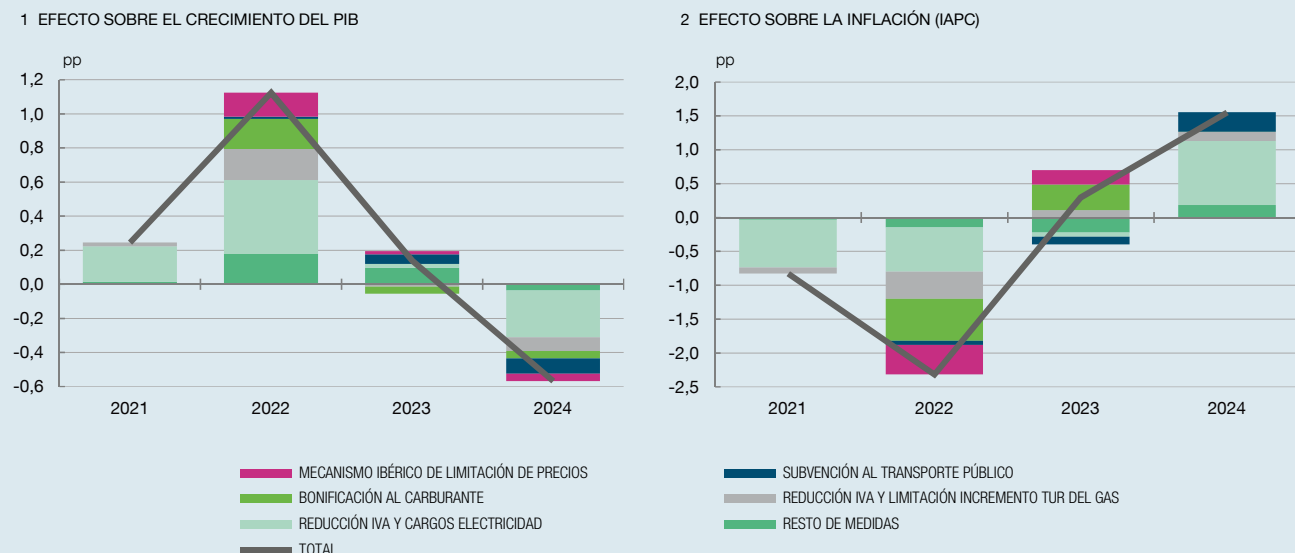
- a** La estimación del impacto presupuestario de estas medidas está sujeta a una elevada incertidumbre y se revisa regularmente en función de la nueva información disponible.
- b** La rebaja del IVA de la electricidad se inició el 1.7.2021 y la rebaja del IVA del gas se inició el 1.10.2022.
- c** Incluye la rebaja del IRPF a autónomos, que vencería el 31.12.2024.
- d** Se estima que en torno a un 50 %-60 % de esta bonificación la recibirían los hogares. Se incluye la extensión desde el 1.1.2023 hasta el 30.6.2023 para profesionales de transporte
- e** Para 2023, la gratuidad del transporte público de cercanías se extiende a todo el conjunto del año. La subvención al transporte regional se extiende hasta el 30.6.2023.
- f** Incluye el subsidio extraordinario al sector eléctrico (desde el 1.9.2022), asunción déficit TUR de gas (desde el 1.10.2022) y flexibilización de la contratación de electricidad y gas (desde el 1.1.2023).
- g** La supresión temporal del IVPEE no se considera que tenga efecto presupuestario directo, dado que su recaudación se destina legalmente a cubrir costes del sector eléctrico.

Recuadro 1.1

**EL IMPACTO MACROECONÓMICO DE LAS MEDIDAS DE APOYO FRENTE AL REPUNTE DE LA INFLACIÓN Y LA CRISIS ENERGÉTICA (cont.)**

Gráfico 1  
IMPACTO DE LAS MEDIDAS DE APOYO FRENTE A LA CRISIS ENERGÉTICA

Las medidas fiscales destinadas a apoyar a los agentes económicos frente a la crisis energética habrían sido instrumentales en la dinamización de la actividad económica y en la atenuación de las presiones inflacionistas en 2022.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En todo caso, es conveniente tener en cuenta que estos efectos están calculados frente a un escenario contrafactual en el que se asume que la no introducción de las medidas no comporta consecuencias adversas, cuando, en realidad, este hecho podría haber dado lugar a algunas dinámicas macroeconómicas perversas, dada la especial incidencia de la crisis sobre los agentes más vulnerables. Por consiguiente, las medidas lograron mitigar las consecuencias iniciales del repunte inflacionista (aunque lo hicieron a costa de que estos efectos se extendieran a lo largo de un período más largo).

Respecto a la inflación, las diferentes actuaciones públicas desplegadas habrían supuesto una reducción de la tasa de crecimiento del IAPC de 0,8 pp y 2,3 pp en 2021 y 2022, respectivamente. No obstante, como cabía esperar dada su naturaleza transitoria, su progresiva retirada en 2023 y 2024 haría que la tasa de variación de los precios de consumo se viera incrementada en 0,3 pp y en 1,6 pp, respectivamente, en dichos ejercicios.

En cuanto al impacto individual de cada medida, este es mayor en el caso de las destinadas a disminuir el coste de

la factura energética. Así, la reducción de los tipos del IVA del gas y de la electricidad, la exención del pago de cargos en la factura y la limitación al aumento de la tarifa de usuarios de último recurso —TUR— de gas natural explicarían, en su conjunto, en torno a la mitad de la contribución del total de las iniciativas aprobadas al aumento de la tasa de crecimiento del PIB y a la reducción de la inflación en 2022 (0,6 pp y -1,1 pp, respectivamente). De modo análogo, otras medidas dirigidas a reducir la factura energética, como la instauración del tope al precio del gas para la generación eléctrica<sup>5</sup> y la bonificación a los carburantes, también habrían tenido un efecto significativo sobre la inflación en 2022 (al reducirla, en concreto, en 1,1 pp). No obstante, su impacto sobre el PIB habría sido más moderado.

Cabe reseñar que, aunque las medidas implementadas hayan tenido un efecto positivo sobre el crecimiento económico y hayan ayudado a contener la inflación en el corto plazo, también han supuesto un elevado coste presupuestario, en un contexto de reducido margen de maniobra de la política fiscal en España<sup>6</sup>. Además, algunas de estas actuaciones

5 Para más detalles, véase Matías Pacce e Isabel Sánchez (2022), "Recuadro 4. El impacto sobre la inflación del mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico", *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2022.

6 Así lo ponen de manifiesto las Recomendaciones del Consejo de la Unión Europea a España en el contexto del Semestre Europeo.

**EL IMPACTO MACROECONÓMICO DE LAS MEDIDAS DE APOYO FRENTE AL REPUNTE DE LA INFLACIÓN Y LA CRISIS ENERGÉTICA (cont.)**

han tendido a distorsionar las señales que proporcionan los precios, lo que dificulta una asignación eficiente de los recursos, aspecto especialmente relevante en el marco del proceso actual de transición ecológica<sup>7</sup>. Para más detalles sobre el diseño de estas iniciativas públicas y sobre los retos de política fiscal que nuestra economía debe abordar en los próximos años, véanse el epígrafe 7 de este capítulo y el capítulo 2 de este Informe, respectivamente.

Por último, conviene concluir señalando que las estimaciones presentadas en este recuadro están sometidas a un elevado grado de incertidumbre, cuya fuente principal es la posibilidad de que la evolución de los precios energéticos diverja de la proyectada, lo que afectaría al impacto estimado de las medidas y daría lugar, probablemente, a modificaciones en su composición y duración.

7 Natalia Fabra, Karsten Neuhoff y Nicolas Berghmans (2023), "European economists for an EU-level gas price cap and gas saving targets", CEPR-VoxEU.



# 2

## RETOS Y OPORTUNIDADES PARA CRECER Y CONVERGER CON LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA DE MANERA ROBUSTA Y SOSTENIBLE





## 1 Introducción

**En las últimas décadas, la economía española se ha mostrado incapaz de alcanzar el nivel de renta per cápita del área del euro<sup>1</sup>.** Este capítulo analiza los principales factores que están detrás de este fenómeno: fundamentalmente, una productividad y una tasa de empleo en España persistentemente menores que las de otros países de nuestro entorno. Asimismo, se discuten los múltiples retos y oportunidades que supondría corregir estas deficiencias con carácter estructural y el papel que, para ello, han de desempeñar las políticas públicas —en particular, el uso adecuado de los fondos asociados al programa europeo *Next Generation EU* (NGEU) y un diseño e implementación rigurosos y ambiciosos de las reformas incluidas en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) español—.

**En todo caso, una senda de crecimiento que está asociada con la persistencia o la acumulación de importantes vulnerabilidades macroeconómicas, financieras o sociales no es sostenible.** En este sentido, este capítulo describe cuáles son los principales desequilibrios macrofinancieros que la economía española ha corregido a lo largo de las últimas décadas y cuáles son algunas de las fuentes de vulnerabilidad más relevantes que nuestro país aún presenta de cara al futuro. Entre estas últimas, destacan el elevado nivel de endeudamiento público y las bolsas de vulnerabilidad que se han detectado en determinados grupos de hogares —vinculadas, en gran medida, a niveles elevados de desigualdad—.

**Mitigar los efectos adversos de dichas vulnerabilidades para las perspectivas y la sostenibilidad del crecimiento económico en España en los próximos años requiere el despliegue de actuaciones públicas ambiciosas en dimensiones muy diversas.** El éxito de dichas políticas depende, entre otros factores, de que sus objetivos —que han de ser claros y cuantificables— se definan de forma cuidadosa *ex ante*. Asimismo, depende de que estas actuaciones se evalúen *ex post*, con rigor y transparencia, para determinar en qué medida permiten alcanzar los objetivos propuestos eficientemente.

## 2 La falta de convergencia en renta per cápita con la Unión Económica y Monetaria

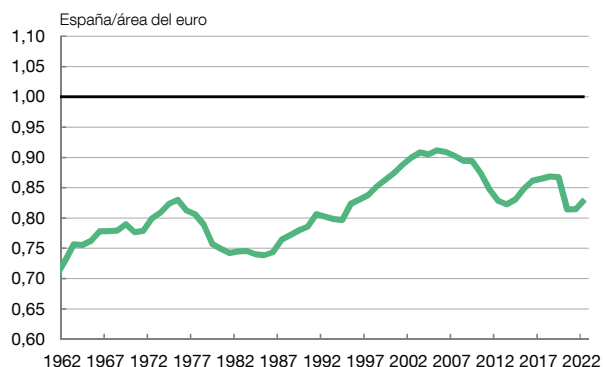
**En las últimas décadas, el crecimiento observado de la economía española no ha sido suficiente para lograr la convergencia en el nivel de renta per cápita del área del euro.** En 2005, la brecha negativa entre el nivel del PIB per cápita español y el de la UEM alcanzó

<sup>1</sup> En este Informe, las diferencias en PIB per cápita se calculan entre España y el conjunto de los 19 países del área del euro en términos reales y teniendo en cuenta el menor poder de compra de España con respecto a la Unión Económica y Monetaria (UEM).

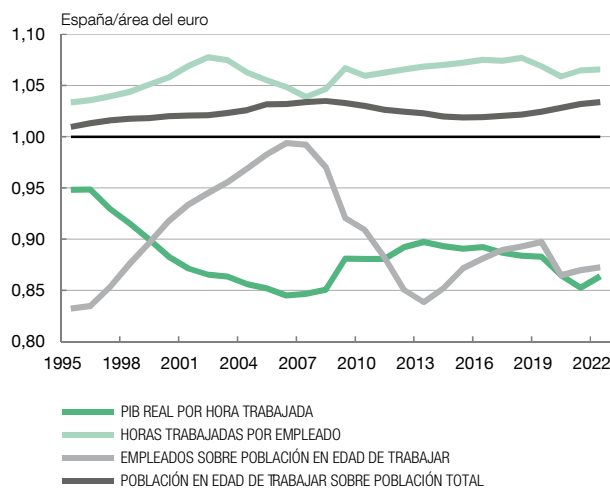
## LA CONVERGENCIA DEL PIB PER CÁPITA DE ESPAÑA CON EL DEL ÁREA DEL EURO SE HA FRENADO DESDE 2008 DEBIDO A UNA PEOR EVOLUCIÓN RELATIVA DEL EMPLEO Y A UNA MENOR PRODUCTIVIDAD

En 1960, el PIB per cápita español se situaba un 32 % por debajo de la media del área del euro, mientras que en 2008 esta diferencia se había reducido a tan solo 10 pp. La crisis financiera de 2008 revirtió el anterior proceso de convergencia, en buena medida como consecuencia de un peor comportamiento de la tasa de empleo relativa. Asimismo, la productividad de España se ha mantenido desde 2008 entre un 10 % y un 15 % por debajo de la del área del euro.

1 PIB PER CÁPITA (a)



2 COMPONENTES DEL PIB PER CÁPITA



FUENTE: Eurostat.

a PIB per cápita de España con respecto al del conjunto de los 19 países que componen el área del euro en términos reales y poder de paridad de compra.



su mínimo histórico reciente  $-8,8\%$  (véase gráfico 2.1.1). Aquello fue resultado de un período de crecimiento en nuestro país muy prolongado e intenso, especialmente tras la puesta en marcha de la unión monetaria. No obstante, como se demostró con posterioridad, aquella senda de crecimiento, que estaba asociada en gran medida a la acumulación de considerables desequilibrios macroeconómicos y financieros, no era sostenible<sup>2</sup>. En efecto, desde entonces, el proceso de convergencia de la economía española con la UEM se ha detenido e incluso revertido<sup>3</sup>. Así, en 2019, antes del estallido de la pandemia de COVID-19, el diferencial negativo de nuestro país con el área del euro en términos del PIB per cápita era de un 13 %, mientras que, de acuerdo con los datos más recientes, este alcanzó un 17 % en 2022.

**Esta falta de convergencia ha venido determinada, fundamentalmente, por la persistencia en el tiempo de dos deficiencias bien conocidas de la economía española: una baja productividad y una tasa de empleo reducida.** El comportamiento del PIB per cápita puede explicarse como el resultado de la evolución conjunta de cuatro elementos: la productividad por hora trabajada, las horas trabajadas por empleado, la tasa de empleo

2 Banco de España (2017a).

3 Esta divergencia con respecto al área del euro no es un fenómeno que se haya circunscrito exclusivamente a España, sino que también la han experimentado otros países del sur de Europa —como Italia, Portugal o Grecia— tras la crisis financiera global. Todo ello ha contrastado con el proceso de convergencia continuado que han seguido los países del Este de Europa. Para más detalles, véase Pina y Sicari (2021).

—esto es, la ratio entre las personas empleadas y la población en edad de trabajar— y la ratio de la población en edad de trabajar sobre el total<sup>4</sup>. Cuando se analiza la falta de convergencia entre el PIB per cápita español y el de la UEM, se aprecia que esta ha sido consecuencia de la existencia de unas brechas negativas persistentes en términos de la productividad por hora trabajada y de la tasa de empleo —del 12 %, para ambas, en promedio anual desde 2008— (véase gráfico 2.1.2). Estas brechas, además, han mostrado tradicionalmente —salvo en el período más reciente— una correlación negativa, de manera que ha sido frecuente observar que, si una de ellas comenzaba a cerrarse, la otra se ampliaba<sup>5</sup>.

**Corregir estas deficiencias debería ser uno de los objetivos fundamentales de la política económica en España y exigirá cambios muy significativos en muchos aspectos estructurales de nuestra economía.** El resto de esta sección profundiza en los múltiples retos y oportunidades que implicaría mejorar el comportamiento de la productividad (véase epígrafe 2.1) y del empleo (véase epígrafe 2.2), y en el papel que, para ello, han de desempeñar las políticas públicas —en particular, el despliegue de los fondos asociados al programa europeo NGEU y las reformas del PRTR—.

## 2.1 La productividad: el papel de la innovación

**El bajo dinamismo de la productividad en España se relaciona con el comportamiento de la productividad total de los factores.** La productividad se asocia con la cantidad de capital tangible que hay por trabajador y con el resto de los factores que incrementan la producción por trabajador. Este otro conjunto de factores se denomina «productividad total de los factores» (PTF) y engloba elementos tan diversos como la organización y la formación, así como la innovación y otros intangibles que darían valor al producto de la empresa. Según EU KLEMS, entre 1995 y 2019 la contribución anual media de la PTF al crecimiento del valor añadido fue negativa en España (-0,23 %), lejos de las contribuciones positivas de los otros países grandes del área del euro, como Alemania (0,71 %) o Francia (0,52 %).

**Un aspecto que contribuye a explicar el escaso dinamismo relativo de la productividad en España es el peso reducido de la innovación —principal determinante de la evolución de la productividad a largo plazo<sup>6</sup>— en nuestro país.** En el promedio del período 2000-2021, la ratio del gasto en I+D+i sobre el PIB se situó en el 1,2 % en la economía española, 0,8 puntos

4 En particular, estas variables se relacionan de acuerdo con la siguiente expresión:

$$\frac{\text{PIB}}{P_{\text{tot}}} = \frac{\text{PIB}}{\text{Horas}} \frac{\text{Horas}}{L} \frac{L}{P_{16-64}} \frac{P_{16-64}}{P_{\text{tot}}},$$

donde  $\frac{\text{PIB}}{P_{\text{tot}}}$  denota el PIB per cápita,  $\frac{\text{PIB}}{\text{Horas}}$  la productividad por hora trabajada,  $\frac{\text{Horas}}{L}$  las horas trabajadas por empleado,  $\frac{L}{P_{16-64}}$  la tasa de empleo y  $\frac{P_{16-64}}{P_{\text{tot}}}$  la población en edad de trabajar sobre el total de población.

5 Para más detalles sobre esta correlación negativa en la evolución de brechas de empleo y de productividad entre la economía española y la de la UEM, véase [García-Santana, Moral-Benito, Pijoan-Mas y Ramos \(2020\)](#).

6 [Romer \(1986\)](#), [Lucas \(1988\)](#) y [Aghion y Howitt \(1992\)](#).

porcentuales (pp) por debajo de la registrada en el conjunto de la UEM (véase gráfico 2.2.1)<sup>7</sup>. A esta brecha contribuyeron los déficits que persistentemente se observaron en España —con respecto al área del euro— tanto en la inversión en I+D+i del sector público como, especialmente, en la del sector privado empresarial (véase gráfico 2.2.2).

**Con carácter general, la dinámica de la innovación y de la productividad es el reflejo de múltiples factores que interactúan entre sí.** Entre estos factores destacan, por ejemplo, el nivel de capital físico y el de capital humano, así como el marco regulatorio e institucional, pues este es un determinante de primer orden de la estructura sectorial en la economía, del tamaño de las empresas, de la facilidad con la que se asignan (o reasignan) los recursos productivos entre sectores y empresas, y de la capacidad para financiar proyectos de inversión. Todo ello sin olvidar las políticas públicas destinadas al impulso, la coordinación y la financiación de las actividades relacionadas con la innovación.

**Distintos indicadores internacionales de innovación, que ponderan este conjunto de factores, sitúan a España en una posición muy alejada de los líderes mundiales en este terreno.** Así, por ejemplo, de acuerdo con el *European innovation scoreboard (2022)* de la Comisión Europea, España se encuentra, dentro de la Unión Europea (UE), entre el grupo de *innovadores moderados*, lejos de los *líderes en innovación* —Suecia, Finlandia, Dinamarca, Países Bajos y Bélgica— y del grupo de *innovadores fuertes* —Irlanda, Luxemburgo, Alemania, Austria, Francia y Chipre—. Por su parte, el *Global Innovation Index (World Intellectual Property Organization, 2022)* ofrece un diagnóstico similar en cuanto a la situación de la innovación en la economía española en el contexto internacional, y ubica a España en la posición 29.<sup>a</sup> a escala mundial y en la 18.<sup>a</sup> a escala europea.

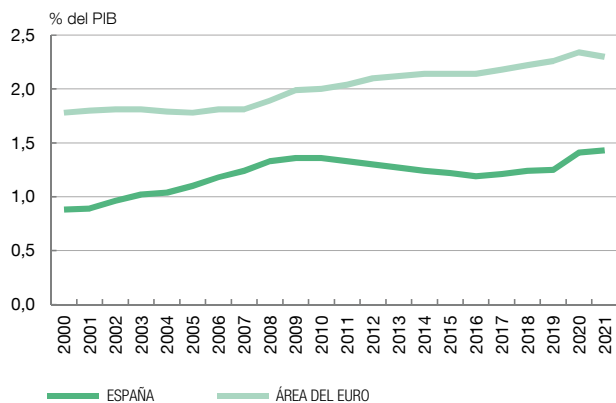
**Existe un amplio margen de mejora para impulsar la innovación —y, con ello, la productividad— en la economía española.** En términos generales, las diversas medidas que podrían desplegarse se agruparían en torno a cuatro grandes bloques: i) el fomento del crecimiento empresarial y de los mecanismos de reasignación de los factores productivos entre empresas y sectores; ii) el impulso de las actividades de innovación propiamente dichas; iii) el incremento del capital humano, y iv) el refuerzo del papel vertebrador de las instituciones y de las Administraciones Públicas (AAPP). Si bien todas estas áreas de actuación están estrechamente interconectadas, a continuación, por motivos expositivos, se analiza cada una de ellas de forma independiente —excepto en el caso del papel del capital humano, que se aborda en el epígrafe 2.2.2 en el contexto de su influencia sobre la oferta de trabajo—.

7 Cuando se considera un período más reciente, por ejemplo, desde 2013, este diferencial es similar, de 0,9 pp. Por otra parte, cuando se utiliza la inversión en intangibles —que, además de la inversión en I+D+i, incluye el *software*, las bases de datos, el diseño, la publicidad o la estructura organizativa, entre otras partidas— como medida del esfuerzo innovador, los resultados que se obtienen también apuntan a la existencia de un diferencial negativo y persistente en España con respecto a la UEM (Banco de España, 2018). En todo caso, se hace necesario disponer de una medición completa de las actividades de innovación, incluyendo además partidas como la formación en la empresa.

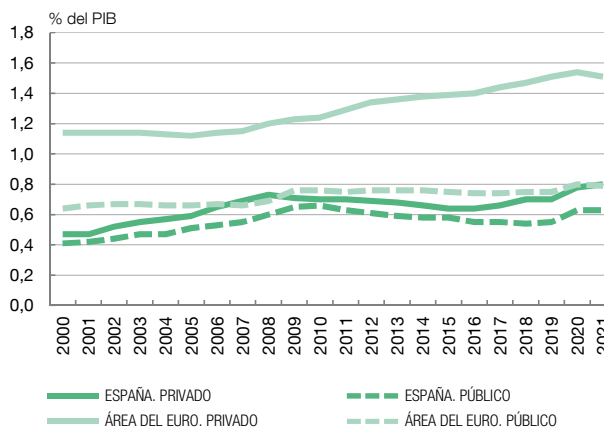
## LA INVERSIÓN EN I+D+I EN ESPAÑA SE ENCUENTRA POR DEBAJO DEL PROMEDIO DEL ÁREA DEL EURO

En el promedio del período 2000-2021, la ratio del gasto en I+D+i sobre el PIB se situó en el 1,3% en la economía española, 0,8 pp por debajo de la registrada en el conjunto del área del euro. A esta brecha en el esfuerzo innovador contribuyeron los déficits tanto en la inversión en I+D+i del sector público como, especialmente, en la del sector privado empresarial.

1 EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN I+D+I EN ESPAÑA Y EN EL ÁREA DEL EURO



2 EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN PÚBLICA Y PRIVADA EN I+D+I EN ESPAÑA Y EN EL ÁREA DEL EURO



FUENTE: Eurostat.



### 2.1.1 El fomento del crecimiento empresarial y de los mecanismos de reasignación de los factores productivos entre empresas y sectores

**Todos aquellos factores que limitan artificialmente el crecimiento empresarial o la capacidad para que los factores productivos se reasignen entre sectores y empresas acaban redundando, eventualmente, en un menor dinamismo de la innovación y de la productividad de la economía<sup>8</sup>.** Esto es así porque, con carácter general, uno de los principales motivos por los que una empresa puede tener incentivos para innovar es el de crecer y aumentar su cuota de mercado —o, en el caso de una economía muy dinámica y competitiva, el de no quedarse atrás y poder mantener su cuota de mercado—. Es precisamente en este contexto en el que la innovación se erige como uno de los instrumentos más importantes a disposición de las empresas para elevar su productividad y diferenciarse del resto de los competidores.

**En la economía española se han identificado muchos obstáculos de esta naturaleza a lo largo de las últimas décadas; por ejemplo, los relacionados con la cantidad y la calidad de la regulación.** El volumen y la complejidad de la regulación de la actividad económica en nuestro país han venido creciendo de forma muy significativa en los últimos años, hasta el punto de que, como ilustración, solo en 2022, el Estado y las comunidades

<sup>8</sup> El tamaño es solo una dimensión del tejido productivo. Habría que tener en cuenta otras dimensiones, como el grado de internalización, que también pueden determinar niveles de productividad diferenciados entre empresas.

autónomas aprobaron 10.873 normas nuevas<sup>9</sup>. Un número elevado de normas —cada vez más complejas y diferentes entre regiones y municipios— puede incidir negativamente no solo en las decisiones de los agentes económicos, sino también en la capacidad de las AAPP para garantizar la unidad de mercado, a escala tanto nacional como europea. Todo ello limita las posibilidades de las empresas para crecer y reduce sus incentivos para innovar y especializarse.

**Otras barreras tienen que ver con distintos mecanismos que condicionan la creación, el crecimiento y la disolución de las empresas.** Existen, por ejemplo, diversos umbrales regulatorios en el ámbito laboral y tributario —asociados a niveles arbitrarios del tamaño de las compañías— que influyen negativamente en el crecimiento empresarial<sup>10</sup>. En términos de financiación, a pesar de las notables mejoras observadas en los últimos años<sup>11</sup>, las empresas españolas siguen manteniendo —en comparación con las empresas del área de euro— una considerable dependencia del crédito bancario (véase gráfico 2.3.1) y un acceso relativamente limitado a la financiación a través del capital riesgo. Esta estructura de financiación no solo limita las posibilidades de crecimiento de las empresas y su margen de maniobra para adaptarse a eventuales perturbaciones adversas, sino que también incide negativamente en su capacidad para ejecutar proyectos de innovación, que, por su propia naturaleza, tienen un perfil de riesgo relativamente elevado (para más detalles, véase el epígrafe 2.1.2)<sup>12</sup>.

**Estos factores han redundado en que la economía española presente un tejido productivo sesgado hacia las empresas pequeñas, con un porcentaje de empresas innovadoras muy reducido<sup>13</sup>.** En España, un 79 % de las empresas tienen entre uno y cuatro empleados, el mayor porcentaje en la UE y muy por encima del que se observa, por ejemplo, en Alemania —62 %—, Francia —70 %— e Italia —74 %—<sup>14</sup>. En la medida en que la capacidad para asumir cualquier proyecto de innovación suele ser significativamente menor para las empresas pequeñas que para las grandes, esta particular demografía empresarial también

9 Bardhan (2002), Mora-Sanguinetti y Pérez-Valls (2020), Lucio y Mora-Sanguinetti (2021), Lucio y Mora-Sanguinetti (2022), Mora-Sanguinetti (2022b) y Mora-Sanguinetti, Quintana, Soler y Spruk (2023).

10 Almunia y Lopez-Rodriguez (2018).

11 En España, el Mercado Alternativo de Renta Fija ha experimentado un crecimiento sostenido en sus nueve años de funcionamiento, de forma que, en 2022, el volumen de emisiones en este mercado alcanzó los 13,7 mm de euros. Por otra parte, el establecimiento en 2016 del Programa de Compras de Bonos Corporativos por parte del Banco Central Europeo (BCE) también habría contribuido a mejorar el acceso a los mercados de capitales de las empresas cotizadas más pequeñas. Alves, Mayordomo y Ruiz-García (2022).

12 Para evidencia sobre los efectos positivos de una adecuada diversificación en las fuentes de financiación sobre la resiliencia y la inversión de las sociedades no financieras, véanse De Fiore y Uhlig (2015), Tengulov (2020) o Bongini, Ferrando, Rossi y Rossolini (2021).

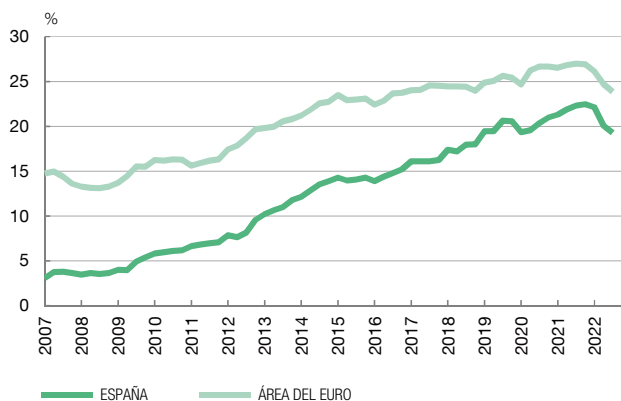
13 La composición sectorial de la economía española, que está sesgada —en comparación con la de otras economías europeas— hacia servicios, como el comercio y la hostelería, que típicamente presentan un comportamiento menos dinámico de la productividad y una menor propensión a la innovación, no explica las brechas negativas que España mantiene, frente a otros países, en los niveles de productividad agregada, esfuerzo innovador y tamaño empresarial. Se aprecian las mismas diferencias cuando se comparan internacionalmente estas dimensiones para distintas ramas de actividad específicas (Cuadrado, Moral-Benito y Solera, 2020).

14 Lo mismo sucede con el porcentaje de empresas con menos de diez empleados de acuerdo con los datos de Eurostat.

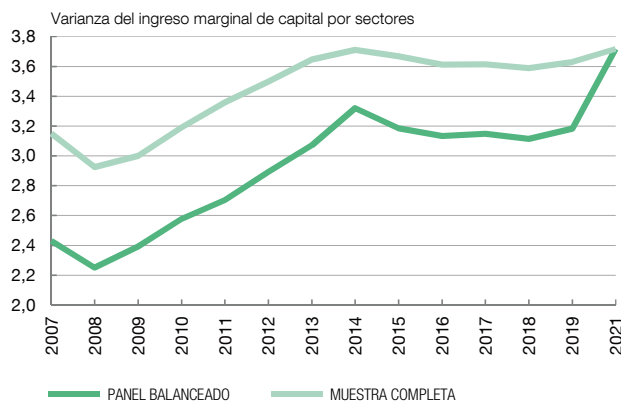
### ESPAÑA HA REDUCIDO LA DEPENDENCIA DE LA FINANCIACIÓN CREDITICIA POR PARTE DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, SI BIEN SIGUE HABIENDO MARGEN DE MEJORA EN LA PRODUCTIVIDAD A TRAVÉS DE UNA MEJORA DE LA ASIGNACIÓN DE CAPITAL ENTRE EMPRESAS

Desde los máximos alcanzados con anterioridad a la crisis financiera, el nivel de endeudamiento del sector corporativo español ha descendido progresivamente, hasta alcanzar valores similares a los del área del euro. Además, desde 2007 las empresas españolas se han beneficiado de una mejora notable en el acceso a la financiación mediante valores de renta fija. Sin embargo, sigue habiendo margen de mejora en la productividad por el mero hecho de que las inversiones se dirigieran a empresas más productivas.

1 PROPORCIÓN DE LA RENTA FIJA SOBRE EL TOTAL DE DEUDA (a)  
SOCIEDADES NO FINANCIERAS



2 ÍNDICE DE ASIGNACIÓN INEFICIENTE DE RECURSOS ENTRE EMPRESAS (b)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España, siguiendo la metodología de Albrizio et al. (2021).

a Renta fija más préstamos bancarios.

b El indicador de asignación ineficiente utilizado en Albrizio et al. (2021) se basa en Hsieh y Klenow (2009) y es la varianza de los ingresos marginales del capital. La intuición del enfoque es que, en una economía sin fricciones, no se debería observar ninguna dispersión en los ingresos marginales dentro de cada industria, porque las empresas de mayor productividad deberían expandirse y atraer más capital y trabajadores, lo que a su vez disminuiría los ingresos marginales.



redunda en un porcentaje muy reducido de empresas innovadoras en nuestro país —un 31 %, frente a un 50 % en la UE, de acuerdo con la *Community Innovation Survey* de Eurostat—<sup>15</sup>.

**Independientemente del tamaño, también se han observado deficiencias, relativamente persistentes, en la asignación de los recursos.** Existe evidencia, por ejemplo, de que, entre 1995 y 2007, se produjo una notable acumulación de capital en empresas poco productivas en España<sup>16</sup>. Esto se debió, en cierta medida, a un acceso heterogéneo a la financiación por parte de las empresas que, en lugar de estar vinculado con diferencias en su productividad, estaba más relacionado con su distinta disponibilidad de colateral o su relación con la Administración Pública. De no haberse producido este empeoramiento en la asignación de los recursos, la PTF en ese período podría haber crecido un 10 % en lugar de reducirse un 8 %. Para el período más reciente, [Albrizio, González y Khametshin \(2023\)](#) utilizan un indicador que aproxima el grado de ineficiencia en la asignación del capital a partir de la dispersión de

15 Esta sección hace referencia a la relación existente entre tamaño y productividad, debido, entre otras cosas, a que las empresas más pequeñas tienen una menor propensión a invertir en innovación. Nótese, en cualquier caso, que también existe una relación inversa entre productividad y tamaño, al tener las empresas más productivas una propensión mayor a crecer ([Moral-Benito, 2018](#)).

16 En esta dirección apuntan, por ejemplo, [Gopinath, Kalemli-Ozcan, Karabarbounis y Villegas-Sanchez \(2017\)](#) y [García-Santana, Moral-Benito, Pijoan-Mas y Ramos \(2020\)](#).

las productividades marginales del capital entre empresas y encuentran que —incluso descontando el período más reciente tras el estallido de la pandemia— apenas se han alcanzado mejoras de eficiencia en dicha asignación en los últimos años (véase gráfico 2.3.2)<sup>17</sup>.

**En los últimos trimestres se han aprobado diversas iniciativas que tratan de fomentar el crecimiento empresarial y de facilitar la reasignación eficiente de los factores.** Entre estas destaca la [Ley de Creación y Crecimiento de Empresas](#), que tiene como objetivo agilizar los trámites de creación de una empresa, flexibilizar los mecanismos de financiación alternativa y favorecer la participación de empresas pequeñas en los concursos públicos. Asimismo, la [reforma de la Ley Concursal](#) persigue corregir algunas de las ineficiencias que históricamente venían caracterizando los procedimientos de insolvencia en nuestro país —por ejemplo, su larga duración media y la alta tasa de liquidación de las empresas concursadas—<sup>18</sup>. La nueva norma establece un mecanismo preconcursal, denominado «planes de reestructuración», que permite la reestructuración de las deudas empresariales en una fase temprana, la llamada «probabilidad de insolvencia»<sup>19</sup>. Además, se introduce un procedimiento específico para microempresas, más ágil y menos costoso que el concurso de acreedores general. Por último, se mejora el mecanismo de segunda oportunidad, introduciendo la posibilidad de exoneración sin liquidación previa del patrimonio del deudor y mediante un plan de pagos de tres años de duración, y extendiendo la exoneración del pasivo insatisfecho al crédito público hasta un determinado umbral.

**Asimismo, la aprobación de la Ley de Fomento del Ecosistema de las Empresas Emergentes, más conocida como «ley de startups», tiene como objetivo impulsar el emprendimiento y las actividades de I+D+i»<sup>20</sup>.** Entre las medidas adoptadas destacan los incentivos fiscales y laborales a las actividades de I+D+i, así como la simplificación de los trámites administrativos para la constitución de nuevas empresas innovadoras.

**De cara al futuro, será preciso evaluar la capacidad de estas iniciativas para corregir las deficiencias observadas en estos ámbitos.** A corto plazo, estos ejercicios de evaluación se ven, no obstante, condicionados por la magnitud y la excepcionalidad de muchas de las perturbaciones que han afectado recientemente a la economía, que hacen difícil distinguir los desarrollos puramente transitorios de los más estructurales. Esto es especialmente evidente, por ejemplo, en las dinámicas recientes de creación y destrucción de empresas, y en las de los concursos de acreedores, muy condicionadas por el cierre y la posterior reapertura de la economía por la pandemia, así como por las distintas líneas de financiación, moratorias y períodos de carencia temporales establecidos por las autoridades.

17 En un equilibrio eficiente, las productividades marginales de capital se deberían igualar y, por tanto, las diferencias denotarían ineficiencias en el mercado de productos o factores.

18 [García-Posada Gómez y Vegas Sánchez \(2018\)](#).

19 Se considera que existe probabilidad de insolvencia cuando es objetivamente previsible que, de no alcanzarse un plan de reestructuración, el deudor no pueda cumplir regularmente con las obligaciones que le vengzan en los siguientes dos años.

20 En particular, persigue estimular la inversión en actividades innovadoras, la atracción, recuperación y retención de talento, así como la creación y relocalización de empresas emergentes con vocación innovadora. Al mismo tiempo, pretende estimular la colaboración entre empresas emergentes con pymes y grandes compañías, así como fomentar la cooperación de las empresas emergentes y los emprendedores con las universidades y centros de investigación.



En todo caso, existen márgenes adicionales de mejora. En particular, sería conveniente abordar la revisión de los umbrales regulatorios, mencionados anteriormente, que desincentivan el crecimiento de las empresas. También sería importante reducir el plazo de pago de las AAPP<sup>21</sup>, que dificulta la financiación empresarial, especialmente en el caso de las pequeñas empresas. Todo ello sin descuidar avances adicionales para garantizar la unidad de mercado, fomentar la competencia y seguir ampliando las fuentes de financiación disponibles para las empresas —lo que también exigiría impulsar las iniciativas a escala europea, por ejemplo, para completar la unión de los mercados de capitales—.

### 2.1.2 El impulso de las actividades de innovación

#### **Las actividades de innovación presentan algunas peculiaridades que aconsejan complementar las iniciativas privadas con un apoyo focalizado de las políticas públicas.**

Las actividades de innovación suelen generar algunos *spillovers* de conocimiento que no son enteramente apropiables por aquellos que ejecutan dichas inversiones. Esta externalidad positiva asociada a la innovación implica que, incluso en un entorno económico e institucional sin fricciones, los incentivos privados hacia la innovación conducen a un esfuerzo agregado en este ámbito inferior al que sería óptimo desde una perspectiva social. Por otra parte, los procesos de innovación están típicamente sometidos a una considerable incertidumbre, tienden a presentar tasas de éxito relativamente reducidas y, en muchas ocasiones, dan como resultado un activo intangible con un valor económico que es mucho más elevado para aquel que lo ha desarrollado que para quien lo ha financiado. Todos estos elementos y el hecho de que existan notables asimetrías en cuanto a la información de la que disponen los innovadores y sus potenciales financiadores complican de manera apreciable la financiación de este tipo de actividades —en comparación, por ejemplo, con las de inversión en activos físicos convencionales, especialmente para las empresas innovadoras que no disponen de colateral o de un historial crediticio previo— y pueden conllevar un esfuerzo innovador ineficientemente bajo para el conjunto de la economía.

**Las políticas públicas pueden contribuir al dinamismo de la innovación empresarial a través de varios instrumentos.** Entre estos destacan la inversión pública directa, las compras públicas de innovación, los incentivos fiscales a las empresas innovadoras, la asignación de transferencias directas a la investigación básica, el diseño de una gobernanza adecuada del sistema innovador y las medidas que favorecen la obtención de financiación por parte de empresas innovadoras de nueva creación<sup>22</sup>.

**Una inversión pública bien diseñada puede ejercer un «efecto arrastre» positivo sobre la inversión privada —total y en I+D+i—. Sin embargo, en la economía española, en**

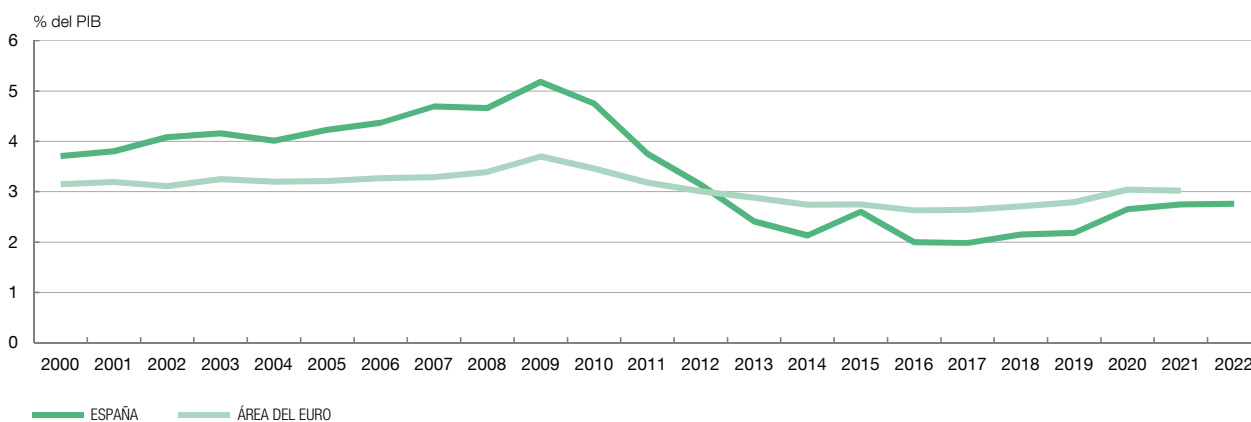
21 Según el *Single Market Scoreboard* de la Comisión Europea, en 2021 las AAPP tenían un retraso en el pago por encima de lo legal de 22 días, superior al de la media de otros países de la UE (15,7 días).

22 Véanse Bloom, Van Reenen y Williams (2019), sobre el diseño general de las intervenciones públicas y Akoigit, Hanley y Serrano-Velarde (2021), sobre una adecuada asignación de transferencias a la investigación básica considerando su complementariedad con la investigación aplicada.

Gráfico 2.4

**LA INVERSIÓN PÚBLICA EN ESPAÑA SE HA SITUADO DESDE 2013 POR DEBAJO DE LA DEL PROMEDIO DEL ÁREA DEL EURO**

La inversión en España contribuyó de forma notable al crecimiento económico entre 2000 y 2008, si bien su dinamismo se vio interrumpido por la crisis de 2008. La inversión pública en España no ha recuperado el nivel precrisis financiera y está muy por debajo del promedio del área del euro. Tanto la inversión en construcción como la inversión en maquinaria y en intangibles se encuentran por debajo de los niveles del área del euro.



FUENTE: Eurostat.



particular tras la crisis financiera global, esta se ha situado persistentemente por debajo de la observada en el promedio de la UEM (véase gráfico 2.4), con la excepción de las infraestructuras digitales, donde España presenta una buena posición relativa dentro de la UE-27, de acuerdo con el indicador de digitalización del *European innovation scoreboard* de la Comisión Europea.

**El programa NGEU, tanto por su magnitud como por su enfoque estructural, supone una oportunidad única para revertir esta situación.** En la ejecución de este programa, la inversión pública —en general— y la inversión en I+D+i —en particular— deben desempeñar un papel central<sup>23</sup>. Naturalmente, el impacto final de estos fondos en la capacidad productiva de la economía española dependerá, de manera fundamental, del tipo de inversiones realizadas y de las reformas estructurales que las acompañen. En todo caso, distintos ejercicios analíticos realizados por el Banco de España ponen de manifiesto que, si en el marco del programa NGEU se seleccionasen proyectos con un elevado grado de complementariedad entre la inversión pública y la privada, y se implementasen reformas estructurales ambiciosas (véase esquema 2.1), su impacto sobre el crecimiento potencial de la economía española a medio plazo podría ser muy significativo<sup>24</sup>.

**Todo ello, además, en un contexto en el que algunos factores lastrarán, previsiblemente, el dinamismo de la inversión privada;** entre otros, los elevados niveles de incertidumbre y los mayores costes de financiación derivados del considerable endurecimiento de la política

23 En el PRTR español se espera destinar el 7 % del total de los recursos del programa NGEU que le corresponden a actividades de I+D+i.

24 Cuadrado, Izquierdo, Montero, Moral-Benito y Quintana (2022) y Domínguez-Díaz, Hurtado y Menéndez (2023) encuentran, por ejemplo, que las empresas españolas más apalancadas tienden a reducir su demanda de crédito.

## PRINCIPALES ACTUACIONES DESARROLLADAS Y PROGRAMADAS EN EL PRTR ESPAÑOL (a)



FUENTE: Banco de España, con información de *Recovery and resilience facility operational arrangements between the European Commission and Spain*.

a En color verde se indican las reformas ya realizadas, y en color amarillo, las no realizadas.

monetaria global y europea en los últimos trimestres para luchar contra la inflación (véanse capítulos 1 y 3 de este Informe). En particular, los mayores tipos de interés tendrán una incidencia negativa especialmente acusada sobre la solidez financiera y la capacidad de inversión de las empresas más endeudadas, ya de por sí menos proclives a acometer nuevas inversiones<sup>25</sup>.

**La Ley de Ciencia fija un objetivo de financiación pública de la I+D+i del 1,25 % del PIB en 2030.** Adicionalmente, la ley pretende promover la investigación científica, entre otras medidas, a partir de la creación de una nueva modalidad de contrato indefinido investigador y de la reducción de algunas cargas administrativas, como aquellas relacionadas con el acceso a subvenciones. De nuevo, es importante señalar que tan importante como aumentar la financiación es canalizarla de forma adecuada a proyectos que generen externalidades positivas favoreciendo las sinergias entre distintas iniciativas públicas y privadas y potenciando el papel de las empresas de capital riesgo.

**También existe margen para revisar y mejorar el diseño de los incentivos fiscales y de los subsidios directos a los proyectos de I+D+i.** En España, los incentivos fiscales a la innovación más relevantes se articulan en forma de deducciones en el impuesto sobre sociedades. Si bien el subsidio implícito de estos incentivos se sitúa a nivel teórico entre los más elevados de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la aplicación efectiva de estos es sensiblemente inferior por la existencia de distintos requisitos

<sup>25</sup> Argimón y Roibás (2023).

administrativos y la mecánica de la imposición societaria —[Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal \(AIReF\), 2020](#)—. Por ello, los distintos análisis realizados coinciden en la necesidad de su reforma<sup>26</sup>. La evidencia internacional muestra que el diseño de incentivos fiscales que implican mayores tasas de subvención para las empresas de nueva creación —que presentan mayores restricciones para la inversión en I+D+i— resulta una política particularmente efectiva para incrementar el esfuerzo y los resultados de la innovación<sup>27</sup>. Asimismo, podrían considerarse medidas que permitieran a las empresas innovadoras con insuficiencia de beneficios gravables obtener devoluciones en efectivo por las inversiones realizadas.

### 2.1.3 El refuerzo del papel vertebrador de las instituciones y de las Administraciones Públicas

**La calidad de las instituciones —en general— y de las AAPP —en particular— ha demostrado ser un factor determinante muy importante del crecimiento económico.** Además de las políticas públicas desplegadas y del marco regulatorio establecido, la confianza en las instituciones y el correcto funcionamiento de las AAPP —en términos, por ejemplo, de su eficiencia, agilidad y predictibilidad— son factores críticos en la toma de decisiones por parte de los agentes económicos, más aún en aquellas, como las relacionadas con la innovación, que están sometidas a una considerable incertidumbre.

**La pérdida de confianza en las instituciones puede tener consecuencias negativas en múltiples ámbitos y, cuando se produce, tiende a exhibir una considerable persistencia.** Diversas piezas analíticas en la literatura económica sugieren, por ejemplo, que una baja confianza en las instituciones puede estar relacionada con un menor cumplimiento de las normas o recomendaciones, con una mayor fragmentación política y con una menor preferencia por las políticas de redistribución de la renta<sup>28</sup>. En particular, [Sanz \(2022\)](#) muestra, con datos de una encuesta *online* realizada en España en 2020, que un aumento de un punto —sobre 10— en la confianza en el sistema político correlaciona con un aumento de 0,29 puntos —sobre 10— en la preferencia de los ciudadanos por subir los impuestos. Por otro lado, existe evidencia empírica que apunta a que las pérdidas de confianza en las instituciones tienden a ser relativamente duraderas, por lo que sus efectos económicos también pueden presentar una elevada persistencia<sup>29</sup>.

26 El [Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria](#) (Comité de Personas Expertas, 2022) proporciona un diagnóstico exhaustivo sobre los problemas en el diseño de los incentivos fiscales a la I+D+i en España y realiza una amplia propuesta de reforma y mejora de estos incentivos en línea con las mejores prácticas a escala internacional. Véase también [Almunia y López-Rodríguez \(2023\)](#), de próxima publicación.

27 Véanse, por ejemplo, las evaluaciones sobre la efectividad de los incentivos fiscales a la I+D en Reino Unido —[Guceri y Liu \(2019\)](#) o [Dechezleprêtre, Einiö, Martin, Nguyen y Van Reenen](#) (en prensa)—, Canadá —[Agrawal, Rosell y Simcoe \(2020\)](#)— y Estados Unidos —[Rao \(2016\)](#)—.

28 Dentro de esta literatura, véanse, entre otros, [Bargain y Aminjonov \(2020\)](#), [Sanz, Solé-Ollé y Sorribas-Navarro \(2022\)](#) y [Helliwell, Huang, Wang y Norton \(2021\)](#).

29 Por ejemplo, [Becker, Boeckh, Hainz y Woessmann \(2016\)](#), [Daniele, Aassve y Le Moglie \(2023\)](#) y [Solé-Ollé y Sorribas-Navarro \(2018\)](#).

**En España, la confianza en las instituciones y la capacidad de gestión de las AAPP se encuentran en niveles reducidos en comparación con otros países europeos.** Esto se enmarca en un contexto de deterioro generalizado de la confianza en las instituciones durante las últimas décadas que ha sido más intenso en España que en otras economías europeas<sup>30</sup>. Además, diversos indicadores de la Comisión Europea ponen de relieve que, en comparación con otras administraciones europeas, existe margen de mejora en la capacidad de gestión de las AAPP españolas<sup>31</sup>.

**En particular, el sistema judicial español presenta signos de estancamiento en cuanto a su eficiencia, con algunas regiones que se sitúan por debajo de la media europea, lo que podría estar también detrás de la baja productividad de la economía.** España muestra, en términos comparados, elevadas tasas de litigación y diferencias importantes a escala local. Estas deficiencias ponen de manifiesto la necesidad de identificar los factores que se encuentran detrás de estos desarrollos y corregirlos<sup>32</sup>.

**El diseño y la ejecución del programa NGEU suponen un considerable desafío para las AAPP españolas.** De su capacidad para gestionar de forma eficaz y eficiente el cuantioso volumen de fondos que nuestro país podría recibir en el marco de este programa europeo dependerán tanto la senda de crecimiento de la economía española a corto plazo como nuestro potencial de crecimiento a medio y largo plazo. Para ello, es fundamental una selección rigurosa de los proyectos que se financiarán con estos recursos, así como llevar a cabo un proceso de evaluación en tiempo real, que permita identificar y corregir las posibles deficiencias que puedan surgir, tanto en materia de procedimientos como en la propia evolución de los proyectos financiados. En este sentido, la enorme complejidad que subyace a la gestión de estos fondos aconseja un elevado grado de transparencia, de manera que todo este proceso acabe suponiendo una mejora en la confianza de la población acerca de sus instituciones.

**También es una gran oportunidad para su modernización y digitalización.** Una de las prioridades del PRTR español es la modernización de las AAPP, que tiene su materialización en uno de los componentes del PRTR (Componente 11), dotado con algo más de 4.200 millones de euros. Esta iniciativa persigue mejorar la eficiencia de la gestión de las AAPP mediante un impulso a la digitalización, la mejora del uso energético (a través de la rehabilitación de edificios y la utilización de energías renovables), el refuerzo del marco de evaluación de políticas públicas o la reducción de la temporalidad en el empleo público. Mejorar la eficacia y la eficiencia de

30 De acuerdo con el Eurobarómetro (2022), un 10 % de los españoles dicen confiar en los partidos políticos. Entre los países de la UE, este porcentaje solo es mayor que los que se registran en Francia (8 %) y en Letonia (6 %), y es similar al que se observa en Grecia (11 %). Además, la confianza en los tres poderes del Estado es también reducida, aunque en distinto grado. Así, en 2022, un 23 % de los encuestados confiaban en el Gobierno, un 18 % en el Congreso y un 47 % en el sistema judicial.

31 Por ejemplo, en materia de transposición de directivas, España es uno de los Estados miembros de la UE cuyo déficit en transposición es más elevado. En el ámbito de la contratación pública, se estima que, en 2021, el 12 % de los concursos en España no fueron competitivos —frente al 6 % de la media de la UE—, el 45 % se adjudicaron a una pequeña y mediana empresa —un 61 % en la UE— y su plazo de resolución promedio se situó en 152 días —por 99 días en la UE ([indicadores de transposición de directivas](#) e [indicadores de acceso a concursos públicos](#) de la Comisión Europea).

32 [Mora-Sanguinetti \(2022\)](#).

las AAPP españolas contribuiría a elevar la productividad y ejercería un efecto arrastre positivo sobre las decisiones de gasto, inversión e innovación del sector privado.

**El proceso de modernización de las AAPP debe complementarse con una mejora de la eficiencia del gasto público que incluya, entre otros aspectos, la incorporación de incentivos en la gestión de personal.** A este respecto, las revisiones del gasto público (*Spending Reviews*) realizadas por la AIReF, que se comentan en el epígrafe 3.1.1, sugieren que hay margen de mejora en algunas partidas de gasto público relevantes<sup>33</sup>. Asimismo, la [Ley de Evaluación de Políticas Públicas](#) tiene como objetivo incorporar evaluaciones *ex ante* y *ex post* en los procesos legislativos de la Administración General del Estado. Esta ley debe completarse con la creación de la Agencia Estatal de Evaluación. Por su parte, el proyecto de Ley de la Función Pública incluye modificaciones en los procesos de evaluación de desempeño y de promoción interna del personal que tendrán que ser evaluadas, entre otros aspectos, en función de su impacto en la calidad de la prestación de servicios públicos.

## 2.2 La tasa de empleo y la oferta laboral: aspectos clave

**Una tasa de empleo persistentemente baja es el otro gran factor que explica la falta de convergencia de nuestra economía española para alcanzar el nivel de renta per cápita del área del euro.** La tasa de empleo en España solo convergió de manera apreciable en la del promedio de la UEM durante los años 2000-2007 (véase gráfico 2.5.1), un período en el que —como ya se ha mencionado— nuestro país mostró una senda de crecimiento muy vigorosa, pero poco sostenible, puesto que estaba basada, en gran medida, en la acumulación de considerables desequilibrios macroeconómicos y financieros. Este proceso de convergencia en las tasas de empleo se revirtió de forma muy intensa durante la crisis financiera global. Desde entonces, la brecha se ha ido cerrando progresivamente, pero, a pesar del considerable dinamismo que el empleo ha mostrado en los últimos años en España, este diferencial aún alcanzaba el 4,7 % a finales de 2022. A modo de ilustración, manteniendo constante el resto de los elementos de la economía, cerrar esta brecha podría suponer, para nuestro país, aumentar el empleo en 1,3 millones de puestos de trabajo adicionales.

**La menor tasa de empleo relativa de España refleja la mayor incidencia relativa del paro.** La tasa de empleo es la ratio entre las personas que están empleadas y la población en edad de trabajar. Por tanto, su nivel y evolución pueden descomponerse en dos elementos. Por un lado, la tasa de actividad, que mide qué porcentaje de la población en edad de trabajar realmente está dispuesta a participar en el mercado laboral. Por otro lado, la tasa de paro,

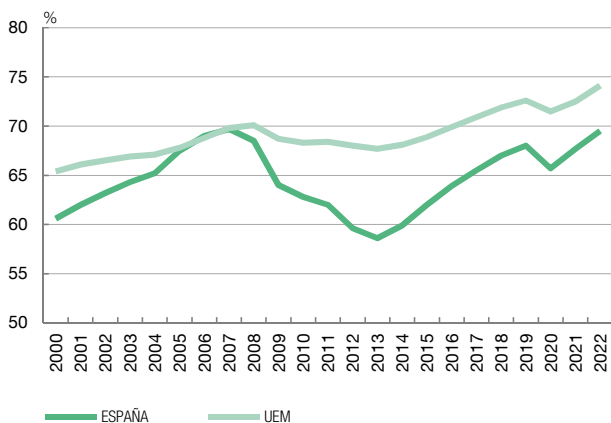
<sup>33</sup> Las actividades de evaluación del *Spending Review* se están organizando en torno a dos ciclos: el referente a 2018-2021 y el de 2022-2026. Este último investigará, entre otros, la eficiencia en el uso de prestaciones sociales tales como el ingreso mínimo vital (IMV) o la prestación por incapacidad temporal.

Gráfico 2.5

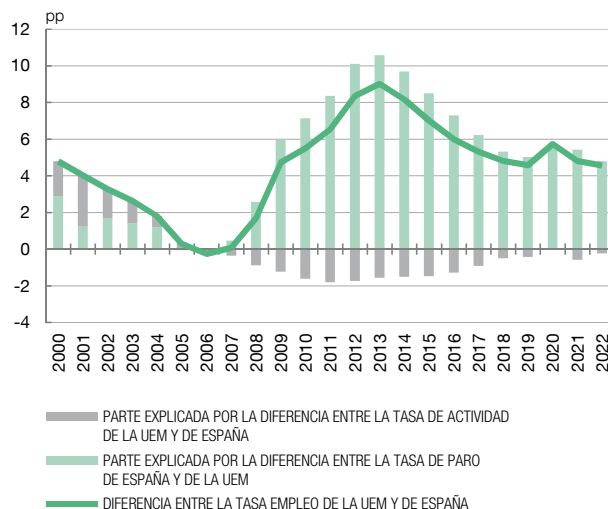
**LA TASA DE EMPLEO DE ESPAÑA SE MANTIENE POR DEBAJO DE LA MEDIA DEL ÁREA DEL EURO**

La tasa de empleo de España se mantiene por debajo del promedio del área del euro. La diferencia entre la tasa de empleo del área del euro y la española aumentó a partir de 2008. Desde 2013, la diferencia ha ido disminuyendo, y en 2022 era de 4,7 pp. En 2022, las tasas de empleo de la población española eran inferiores tanto en el caso de los varones como en el caso de las mujeres. Por grupos de edad destaca la diferencia en el rango de población entre 20 y 24 años.

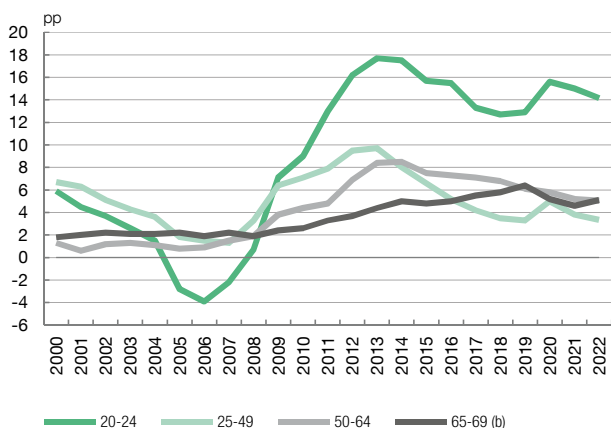
1 TASA DE EMPLEO ESPAÑA Y UEM. 20-64 AÑOS



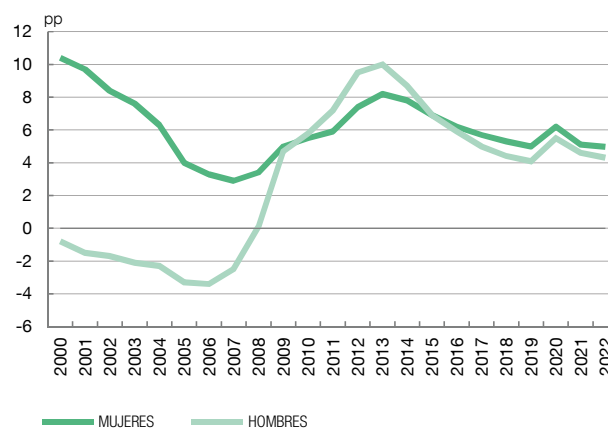
2 DESCOMPOSICIÓN DIFERENCIAL TASA DE EMPLEO ENTRE UEM Y ESPAÑA (a). 20-64 AÑOS



3 DIFERENCIAL TASA DE EMPLEO UEM Y ESPAÑA, POR GRUPOS DE EDAD



4 DIFERENCIAL TASA DE EMPLEO UEM Y ESPAÑA, POR GÉNERO. 20-64 AÑOS



FUENTE: Eurostat (*Labour Force Survey*).

a La diferencia entre la tasa de empleo de la UEM y la tasa de empleo de España se puede calcular como la suma de dos componentes: la diferencia entre la tasa de paro de España y de la UEM, multiplicada por la tasa de actividad de la UEM, y la diferencia entre la tasa de actividad de la UEM y la de España, multiplicada por (1 – Tasa de paro de España).



que refleja qué proporción de las personas que quieren trabajar no pueden hacerlo<sup>34</sup>. A partir de esta descomposición, puede observarse que la práctica totalidad de la brecha en la tasa

34 En particular, estas variables se relacionan de acuerdo con la siguiente expresión:

$$\frac{L}{P_{16-64}} = \frac{P_{activa}}{P_{16-64}} \left( 1 - \frac{P_{paro}}{P_{activa}} \right),$$

donde L denota las personas empleadas en la economía; P<sub>16-64</sub>, la población en edad de trabajar; P<sub>activa</sub>, la población activa, y p<sub>paro</sub>, el número de parados.

de empleo entre España y la UEM se debe a la mayor tasa de paro de nuestro país (véase gráfico 2.5.2).

**La menor tasa de empleo se observa en todos los grupos poblacionales.** En particular, esta brecha negativa afecta a todos los grupos de edad (véase gráfico 2.5.3), a hombres y mujeres (véase gráfico 2.5.4), y a los distintos niveles educativos<sup>35</sup>.

**Son múltiples los factores que han contribuido a esta menor tasa de empleo relativa.** A continuación se ilustra la relevancia de dos de ellos: el marco institucional (véase epígrafe 2.2.1) y el capital humano (véase epígrafe 2.2.2). Además, en el epígrafe 2.2.3 se abordan diversos aspectos relacionados con el envejecimiento poblacional y la evolución de las horas trabajadas, que, especialmente de cara al futuro, también podrían afectar sensiblemente tanto a la tasa de empleo como a la oferta laboral.

### 2.2.1 El marco institucional

**La configuración institucional del mercado de trabajo español se ha traducido en tasas de desempleo y de temporalidad significativamente más elevadas que las del promedio del área del euro** (véanse gráficos 2.6.1 y 2.6.2). Otra característica habitual de nuestro mercado laboral era su marcada relación con el ciclo y, en particular, el hecho de que en las etapas iniciales de las recesiones tuviera lugar un proceso muy intenso de destrucción de empleo. Esto era consecuencia, por un lado, de la elevada incidencia de la contratación temporal. Pero, por otro lado, también reflejaba la existencia de diversas rigideces en nuestro marco laboral que favorecían que, en lugar de modificar otras dimensiones de las relaciones laborales, la mayor parte del ajuste ante perturbaciones adversas se concentrara en los niveles de empleo<sup>36</sup>.

**Estas elevadas tasas de paro y de temporalidad han venido afectando de forma negativa a la economía española en múltiples dimensiones.** Además del impacto adverso que esta elevada precariedad laboral tiene sobre la renta per cápita de nuestro país, una amplia literatura económica<sup>37</sup> documenta los considerables efectos negativos que dicha precariedad —que ha venido afectando de manera particularmente acusada a los jóvenes españoles— implica, entre otras dimensiones, en el proceso de acumulación de capital humano de los trabajadores y su carrera profesional, en las decisiones de emancipación, de formación de nuevos hogares y de natalidad, en el grado de certidumbre sobre la evolución futura de la renta y el bienestar emocional, y en los niveles de desigualdad.

35 En esta última dimensión, por ejemplo, el mayor diferencial negativo se observa en la educación secundaria —alrededor de un 9% en 2022—, pero la brecha también es apreciable en educación terciaria —alrededor de un 4%—. Solo entre los trabajadores con educación primaria la brecha en la tasa de empleo entre España y la UEM es prácticamente nula.

36 Blanchard y Jimeno (1995) y Estrada, Izquierdo y Lacuesta (2009).

37 Por ejemplo, Bentolila, Dolado y Jimeno (2020) y García-Louzao, Hospido y Ruggieri (2022).

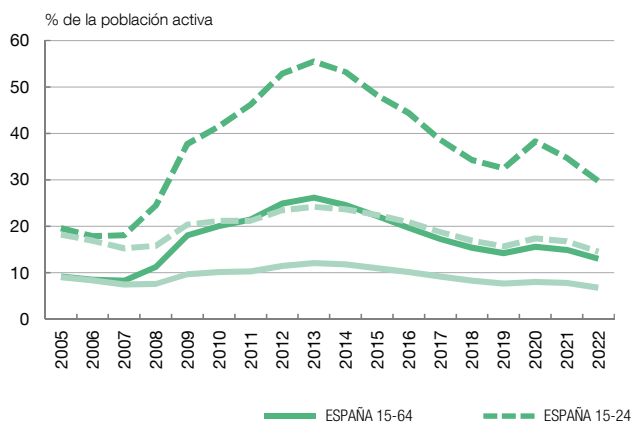


Gráfico 2.6

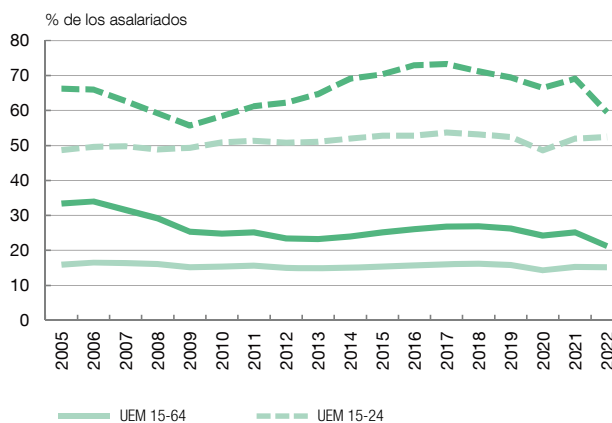
## LAS TASAS DE DESEMPLEO Y DE TEMPORALIDAD DE ESPAÑA SON SIGNIFICATIVAMENTE MÁS ELEVADAS QUE LAS DE LA MEDIA DEL ÁREA DEL EURO

España ha presentado tradicionalmente tasas de desempleo y de temporalidad significativamente más elevadas que las del promedio de las economías del área del euro. En 2022, la tasa de desempleo en España para la población de entre 15 y 64 años fue del 13 %, 6,2 pp más que la del área del euro, mientras que la tasa de temporalidad, a pesar de reducirse significativamente, fue del 21,3 %, 6 pp más que la del área del euro. Estas diferencias se incrementan en el caso de los jóvenes.

1 TASA DE PARO



2 TASA DE TEMPORALIDAD



FUENTE: Eurostat (*Labour Force Survey*).



**Más recientemente, diversos cambios normativos han modificado algunos de los patrones de comportamiento habitual del mercado de trabajo.** Así, por ejemplo, a comienzos de 2020, en respuesta a la pandemia, se flexibilizaron y mejoraron las condiciones para que las empresas pudieran aplicar expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). El análisis del Banco de España pone de manifiesto que, inicialmente, este instrumento redujo la intensidad del proceso de destrucción de empleo —en comparación con otros episodios recesivos previos— y, con posterioridad, favoreció la reincorporación al empleo de los trabajadores afectados<sup>38</sup>.

**Entre otras medidas, la reforma laboral de 2021 redujo las posibilidades de contratación temporal —a cambio de flexibilizar algunas modalidades de contratación indefinida—, expandió el papel de los ERTE como mecanismo de ajuste del empleo y recuperó la prevalencia de los convenios sectoriales en la determinación de los salarios.** Una consecuencia relativamente inmediata de esta reforma ha sido una acusada reducción de la tasa de temporalidad, de algo más de 8 pp entre el cuarto trimestre de 2021 y el primero de 2023, hasta situarla en el 17,3 %. Según los datos de afiliación a la Seguridad Social,

38 Izquierdo, Puente y Auciello (2022) analizan este tema en profundidad. También se observó que, una vez que se tienen en cuenta distintas características importantes de las empresas, aquellas que recurrieron a los ERTE con mayor intensidad en 2020 mostraron una recuperación más pronunciada a lo largo de 2021.

aproximadamente la mitad de dicha reducción se ha debido a la conversión de contratos temporales en contratos indefinidos a tiempo completo; una cuarta parte, a la conversión de contratos temporales en contratos indefinidos a tiempo parcial, y el resto, a un mayor uso de los contratos fijos discontinuos.

**Una evaluación rigurosa de esta reforma laboral exigirá tomar en consideración su impacto en múltiples dimensiones.** La disminución de la tasa de temporalidad, por sí sola, no es suficiente para valorar de manera global los efectos de la reforma laboral. Para hacerlo, hay que tener también en cuenta su impacto, entre otras variables, sobre el empleo, el paro, los salarios, la productividad y otros agregados macroeconómicos clave, como el consumo y el ahorro de los hogares. Como ilustración de la importancia de analizar estos efectos conjuntamente, un trabajo reciente del Banco de España apunta a que, en la medida en que esta reforma hubiera redundado en una mayor percepción de estabilidad en el empleo, los nuevos trabajadores con contratos indefinidos en 2022 podrían haber reducido su ahorro por motivo de precaución, lo que habría dado como resultado —todo lo demás constante— una aceleración transitoria en el ritmo de avance del consumo agregado durante el año pasado<sup>39</sup>.

**También requerirá una perspectiva temporal amplia.** En particular, se necesita tiempo para que los efectos de la nueva reforma se reflejen plenamente en las distintas variables económicas y para distinguir impactos causales estructurales. Como ilustración, aunque en el mercado laboral muchos elementos han mostrado un comportamiento favorable en los últimos trimestres, la evolución de las horas trabajadas ha evidenciado recientemente algunos síntomas de debilidad, llegando a retroceder desde el segundo semestre de 2022. Esto provocó una disminución del número de horas trabajadas por ocupado, que, de consolidarse, podría acelerar la tendencia a la baja que esta variable ha experimentado en España en las últimas décadas (para más detalles, véase el epígrafe 2.2.3).

**Y un análisis de los datos con la mayor granularidad posible.** El impacto de cualquier perturbación suele ser muy heterogéneo entre distintos colectivos, una heterogeneidad que puede verse enmascarada si el análisis de impacto se realiza a un nivel de agregación muy alto. En el caso de la nueva reforma laboral, que previsiblemente tendrá una incidencia muy asimétrica entre distintos grupos de trabajadores y empresas, la disponibilidad y el análisis de los datos granulares son especialmente importantes. Un trabajo reciente del Banco de España pone de relieve que las tasas de temporalidad presentan una notable heterogeneidad geográfica y sectorial, siendo factores idiosincrásicos de empresa los que explican la mayor parte de estas diferencias<sup>40</sup>. Del mismo modo, aunque los datos más agregados apuntan a que la rotación laboral ha disminuido en nuestro país a lo largo de 2022, cuando se realiza un análisis más granular por tipo de contrato, se aprecia que, durante este período, se ha registrado un aumento notable de las tasas de salida hacia el desempleo desde los empleos indefinidos (véase cuadro 2.1).

39 Anghel, Barceló y Villanueva (2023).

40 Auciello-Estévez, Pijoan-Mas, Roldan-Blanco y Tagliati (2023).

Cuadro 2.1

**TASAS DE BAJA, POR TIPO DE CONTRATO**

La reforma laboral ha reducido la tasa de temporalidad en más de 8 pp, pero también ha podido modificar la contratación en otras dimensiones. Por ejemplo, en 2022 se observó un aumento significativo de las salidas al desempleo desde empleos indefinidos. No es posible realizar todavía una evaluación global y rigurosa de la reforma laboral.

	Promedio 2015-2019	2022
Indefinidos	0,14	0,26
A tiempo completo	0,08	0,12
A tiempo parcial	0,16	0,25
Fijos discontinuos	1,11	1,76
Temporales	1,82	1,77
A tiempo completo	1,88	1,77
A tiempo parcial	1,92	1,94
<b>Total</b>	0,66	0,56

**FUENTE:** Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

**Las elevadas tasas de paro que la economía española ha mostrado a lo largo de las últimas décadas presentan un elevado componente estructural.** Incluso durante la fase de intenso crecimiento que nuestro país experimentó entre 2000 y 2007, la tasa de paro no se redujo por debajo del 8 %. Más recientemente, a pesar de la vigorosa recuperación de la actividad en 2021 y 2022, y de que se vislumbren algunos signos de sobrecalentamiento en nuestro mercado de trabajo —por ejemplo, un aumento de los puestos de trabajo vacantes y la escasez de demandantes de trabajo en determinados sectores—, la tasa de paro todavía se mantiene en el entorno del 13 %. En el promedio del área del euro, esta tasa se sitúa en la actualidad en el entorno del 7 %.

**Resulta indispensable revisar el papel de las políticas activas y pasivas de empleo.** Por ejemplo, [Bertheau, Acabbi, Barceló, Gulyas, Lombardi y Saggio \(2023\)](#) documentan que los trabajadores desempleados en España tienen mayores dificultades a la hora de reincorporarse a otro empleo, de manera que la duración del desempleo y las pérdidas de ingresos derivados del paro son mayores que en otros países. Parte de ello se atribuye a la menor inversión en políticas activas de empleo en nuestro país.

**En el ámbito de las políticas activas de empleo, se ha aprobado, recientemente, la Ley de Empleo.** Esta nueva norma desarrolla los conceptos de políticas activas de empleo, empleabilidad e intermediación laboral, coordina las políticas activas y las de protección frente al desempleo, describe la cartera de servicios que deben ofrecer los servicios públicos de empleo, especifica las fuentes de financiación de estos servicios y ordena su evaluación. En conjunto, la nueva ley apunta a mejorar la coordinación entre las distintas instituciones

públicas que desarrollan políticas activas y a incrementar su eficacia haciendo de su evaluación un elemento clave en el proceso de su diseño e implementación.

**De cara al futuro, incrementar la eficacia de las políticas activas de empleo exigirá, además, la disponibilidad de recursos humanos y financieros y de los incentivos adecuados, tanto de la oferta de formación como de su demanda.** Para que los servicios públicos de empleo tengan un mayor peso en la intermediación laboral —muy reducido en la actualidad— y que sus actividades de formación e inserción laboral sean más efectivas, se requiere un perfilado profesional adecuado de los desempleados, una evaluación rigurosa de los programas de formación e inserción laboral, y la adecuación de los recursos destinados a estos programas a los resultados de la evaluación.

**Hacer compatible la protección de los colectivos más vulnerables con unos incentivos adecuados a la oferta de trabajo exige una mayor coordinación de las políticas activas y pasivas del mercado de trabajo.** En los últimos años, a través de distintas actuaciones, se ha ampliado en nuestro país la red de protección social; por ejemplo, con la extensión de la cobertura de la protección al desempleo —con la ampliación a determinados colectivos y el aumento de la tasa de sustitución de las prestaciones por desempleo en los primeros seis meses de desempleo—. No obstante, como se muestra en el recuadro 2.1, determinados elementos del diseño de estas prestaciones pueden desincentivar una reincorporación temprana al mercado laboral. Algo similar puede ocurrir con el diseño del IMV (véase epígrafe 3.2). Por ello, resulta indispensable analizar las implicaciones potenciales de estas iniciativas sobre la oferta laboral y adecuar su diseño para mitigar cualquier impacto indeseado.

### 2.2.2 El capital humano

**La dotación de capital humano es un determinante fundamental de la productividad, la capacidad para innovar y el empleo.** El nivel de capital humano y, en particular, la formación tecnológica y las competencias digitales de la población están estrechamente vinculados a la absorción de conocimiento y a la capacidad innovadora de la economía (véase gráfico 2.7.1). Del mismo modo, también se observa que la tasa de empleo tiende a ser mayor en aquellos países que presentan una mayor dotación de capital humano (véase gráfico 2.7.2). Por ejemplo, los países europeos que presentan un mayor nivel de capital humano, de acuerdo con la puntuación PIAAC en competencias matemáticas, presentan de media 1 pp más de inversión en I+D+i y 10 pp de tasa de empleo que España (equivalente a más de 2 millones de puestos de trabajo).

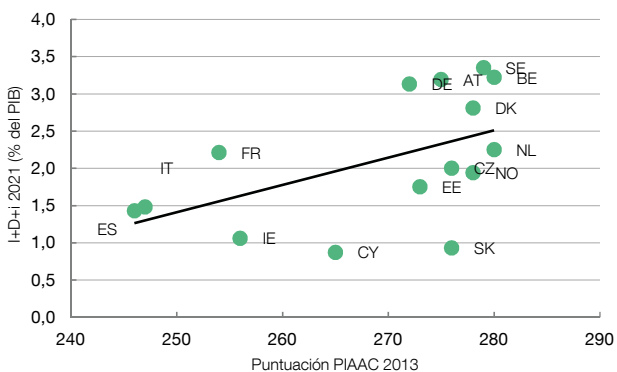
**A pesar de la notable mejora que se ha producido durante las últimas décadas, el nivel educativo de los empresarios, trabajadores autónomos y asalariados en España se encuentra por debajo del promedio de la UEM.** Según los datos de Eurostat, en España, en 2022 el 35,2% de los autónomos, el 32,9% de los empleadores y el 28,5% de los trabajadores por cuenta ajena tenían un nivel de estudios bajo. Estos porcentajes son muy

Gráfico 2.7

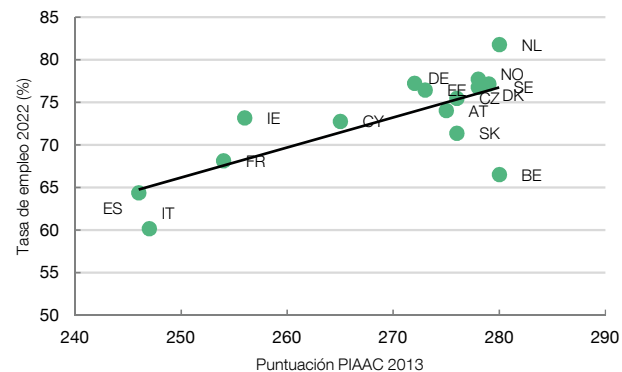
**EL CAPITAL HUMANO DE UN PAÍS ES UN DETERMINANTE DE LA CAPACIDAD PARA INNOVAR Y DE SU TASA DE EMPLEO**

El nivel del capital humano de los países de la UE, medido como las puntuaciones en la prueba de matemáticas del PIAAC, está positivamente correlacionado con la inversión en I+D+i como porcentaje del PIB. Del mismo modo, también se observa que la tasa de empleo tiende a ser mayor en aquellos países que presentan una mayor dotación de capital humano. Sin embargo, España presenta un reducido peso relativo de graduados en áreas STEM, a lo que se añade la dificultad de atraer desde el exterior a estudiantes universitarios.

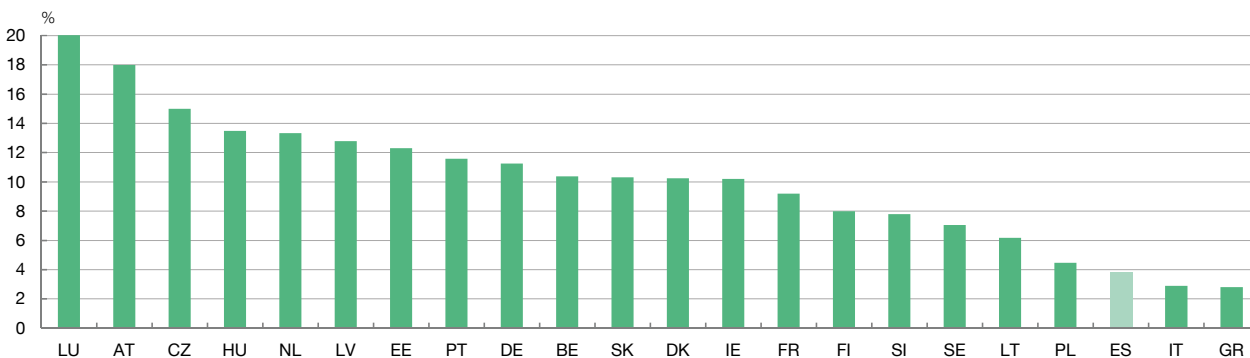
1 CORRELACIÓN ENTRE PUNTUACIÓN PIAAC E INVERSIÓN EN I+D+I (a)



2 CORRELACIÓN ENTRE PUNTUACIÓN PIAAC Y TASA DE EMPLEO (a) (b)



3 ESTUDIANTES INTERNACIONALES EN 2020 EN LOS PAÍSES DE LA UE (c)



**FUENTES:** Eurostat y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

- a Se incluyen los datos para los países de la UE que han participado en la prueba PIAAC de la OCDE.
- b La tasa de empleo es del grupo de edad de 15 a 64 años.
- c Datos disponibles para los 22 países de la UE-27 que pertenecen a la OCDE.



superiores a los del área del euro, del 20,7 %, 18,9 % y 18,2 %, respectivamente<sup>41</sup>. Además, la tasa de abandono escolar —esto es, el porcentaje de población de 18-24 años que no ha completado la segunda etapa de la Educación Secundaria y no continúa con algún tipo de educación/formación— se situó en España en el 13,9 % en 2022 (seis décimas más que un año antes), frente al 9,7 % de la UEM (en 2021, último año disponible).

41 Además del nivel de formación alcanzado, existen otros indicadores que cuantifican la calidad de los empresarios, como, por ejemplo la *World Management Survey*.

**Este menor nivel educativo tiene implicaciones importantes sobre la productividad y el empleo.** Así, por ejemplo, [Anghel, Cuadrado y Tagliati \(2020\)](#) apuntan a que alrededor de una tercera parte de la diferencia en las habilidades numéricas de la población adulta entre España y el promedio de la UEM —medida por los resultados del PIAAC— se explica por el menor nivel educativo de la población española. Por su parte, [Martínez-Matute y Villanueva \(2021\)](#) señalan que la experiencia laboral no parece ser una sustituta eficaz de la educación a la hora de desarrollar competencias para el ejercicio de las ocupaciones laborales de mayor cualificación.

**Además, las diferencias en el nivel educativo son relativamente persistentes.** Un estudio reciente del Banco de España apunta a que el nivel educativo medio en 2001 entre los residentes nacidos en 1974 en una localidad predice, con una correlación superior a 0,90, el alcanzado por los residentes en esa misma localidad a la misma edad, pero nacidos diez años después<sup>42</sup>. Esta persistencia se observa también entre generaciones, con una correlación entre los niveles educativos de padres e hijos cercana a 0,35, semejante a la observada en otros países<sup>43</sup>, mermando la igualdad de oportunidades.

**Es imprescindible desarrollar medidas estructurales que fomenten la acumulación de capital humano, especialmente en la coyuntura actual.** En un contexto de profundos cambios demográficos y tecnológicos, y en medio de la transición ecológica y digital de las economías mundiales, es previsible que, en los próximos años, se produzca una gran reasignación sectorial y ocupacional del empleo<sup>44</sup>. Todavía es muy incierto cuántos trabajadores y de qué características van a ser desplazados y, por tanto, también, la magnitud y la dirección de este proceso. En todo caso, su desarrollo será más costoso en presencia de deficiencias educativas y formativas en la población en edad de trabajar que limiten su empleabilidad.

**En este contexto, las políticas educativas y de formación adquieren un papel todavía más relevante de lo habitual.** La adaptación del sistema educativo y de formación profesional al nuevo entorno tecnológico y demográfico resulta imprescindible para aminorar el impacto sobre el empleo de los profundos cambios estructurales en curso. Una eventual necesidad de recolocación laboral de los trabajadores en nuestro país no estaría exenta de dificultades, especialmente si afecta a sectores como la agricultura, el comercio, la hostelería o el servicio doméstico, donde, en términos relativos a la UEM, en España hay más trabajadores de mayor edad con poca formación<sup>45</sup>. Esto es así porque existe evidencia de que, cualquiera que sea el nivel educativo, las competencias numéricas y lectoras son menores en las edades más avanzadas<sup>46</sup>.

42 Grébol, Machelett, Stuhler y Villanueva (2023).

43 Esta relación estadística se conoce como la «curva de Gatsby». [Corak \(2013\)](#).

44 [Autor, Mindell y Reynolds \(2022\)](#).

45 [Anghel y Lacuesta \(2020\)](#).

46 Este patrón se observa tanto en los exámenes internacionales estandarizados realizados al conjunto de la población adulta como en la encuesta del Instituto Nacional de Estadística (INE) sobre equipamiento y uso de tecnologías de información y comunicación.

**Estas políticas deberían orientarse tanto a elevar el capital humano como a favorecer su versatilidad.** La adecuación del capital humano a las nuevas tecnologías requiere no solo de un aumento del nivel educativo de la población, sino también de una adaptación de los currículos académicos hacia aquellas disciplinas que mejor complementen las habilidades asociadas a las nuevas tecnologías. Asimismo, el alargamiento de la vida laboral —ineludible dadas las tendencias demográficas en curso— agudiza la necesidad de trabajadores con habilidades suficientes y versátiles que permitan cambiar de empleo y ocupaciones a lo largo de la vida laboral, sobre todo en un contexto de rápida obsolescencia de determinadas habilidades profesionales y de mayores pérdidas de habilidades cognitivas en edades avanzadas.

**El aumento de interés de los jóvenes por la formación profesional (FP) debería reducir tanto el abandono escolar como la escasez de perfiles técnicos superiores.** En los últimos años ha habido un aumento del interés por acceder a FP desde la educación secundaria obligatoria e incluso desde el bachillerato. En particular, el porcentaje de estudiantes de 17 años que están matriculados en FP media con respecto al total que sigue estudiando esa opción o bachillerato ha aumentado desde el 10 % hasta más del 15 % en los últimos cinco años. Por su parte, el porcentaje de estudiantes de 19 años que están matriculados en FP superior con respecto al total que sigue estudiando esa opción o en la universidad ha aumentado del 20 % al 25 % en los últimos cinco años. La nueva Ley de Formación Profesional ([Ley Orgánica 3/2022](#), de 31 de marzo, de ordenación e integración de la Formación Profesional) tiene como objetivo precisamente adecuar la oferta formativa a esta mayor demanda y facilitar la transición al mercado de trabajo, para lo que apuesta por aumentar la formación práctica en detrimento de la académica y fomentar la formación continua a lo largo de la vida. En este sentido, resulta crucial evaluar el rendimiento laboral a lo largo de la vida de los diferentes porcentajes de asignaturas prácticas y académicas en la FP, dado que existe evidencia de que las primeras son útiles para favorecer una transición inmediata al mercado laboral, pero no necesariamente para desarrollar una carrera profesional, para lo que tendrían ventaja las segundas<sup>47</sup>. Por su parte, favorecer la participación de los trabajadores en cursos de formación continua<sup>48</sup> requerirá reducir las barreras institucionales al crecimiento de las empresas y luchar contra la precariedad laboral.

**Si bien España muestra un elevado porcentaje de población que accede a la educación superior universitaria, las competencias de salida de sus alumnos parecen mejorables.** Según la base de datos PIAAC de la OCDE, las puntuaciones de comprensión lectora y de matemáticas de los adultos españoles con titulación universitaria son bajas en comparativa internacional. Los problemas para atraer desde el exterior a estudiantes universitarios (véase gráfico 2.7.3) podrían ser una muestra más de la baja calidad formativa del sistema. La reciente Ley Orgánica del Sistema Universitario promueve una serie de medidas para mejorar la calidad formativa y adaptar el sistema a los retos estructurales a los que se enfrenta la economía española. Entre otros elementos, la ley adopta cambios en la autonomía de las universidades, los sistemas de selección del personal y las modalidades contractuales del personal docente

47 Hanushek, Schwerdt, Woessmann y Zhang (2017) y Brunello y Rocco (2017).

48 Anghel y Lacuesta (2020).

e investigador. Sería útil que, adicionalmente, el sistema avanzara en la vinculación de la financiación del sistema a objetivos de excelencia.

**Asimismo, destaca el reducido peso relativo de graduados en áreas STEM (*Science, Technology, Engineering and Mathematics*).** De acuerdo con datos de Eurostat de 2020, el 24 % de los estudiantes de educación terciaria en España estarían matriculados en algún campo relacionado con las ciencias naturales, las matemáticas, la estadística, la informática, las tecnologías de la comunicación, la ingeniería, las manufacturas y la construcción, frente a un 28 % en el área del euro y solo por encima de Chipre, Países Bajos, Bélgica, Malta y Eslovaquia<sup>49</sup>. Para mejorar en este ámbito es básico aumentar los resultados académicos en matemáticas tanto en secundaria como en bachillerato, así como aumentar la formación y profesionalización del profesorado.

**También es preciso un análisis pormenorizado de la eficiencia del gasto público en educación.** El gasto en educación en España es inferior al observado en otros países del área del euro —un 4,2 % del PIB de media entre 2010 y 2021, frente a un 4,7 % en el promedio de la UEM—. Pero, además de los niveles de gasto, es importante identificar y solucionar las ineficiencias que pudieran existir en el uso de los recursos públicos dedicados a la educación —algo que ya está haciendo la AIReF en diferentes comunidades autónomas—.

### 2.2.3 Otros factores clave en la evolución de la oferta laboral

**De cara al futuro, el envejecimiento poblacional y la evolución de las horas trabajadas por empleado podrían desempeñar un papel muy importante en el comportamiento de la oferta laboral y de la renta per cápita en España, y, por tanto, en nuestro proceso de convergencia con la UEM.** Como se mostraba en el gráfico 2.1.2, a lo largo de las últimas décadas no se han apreciado diferencias significativas entre España y el área del euro en cuanto a la evolución de las horas trabajadas por empleado o de la ratio entre las personas empleadas y la población en edad de trabajar. De hecho, en estas dos dimensiones la brecha entre nuestro país y la UEM ha sido ligeramente positiva entre 1995 y 2022. No obstante, en el resto de esta sección se presentan algunas razones por las cuales estos dos determinantes de la evolución de la renta per cápita podrían mostrar un comportamiento particularmente adverso en España a lo largo de los próximos años, que restaría dinamismo a la oferta laboral en nuestro país y dificultaría la convergencia hacia los niveles de renta de la UEM.

**El proceso de envejecimiento poblacional se acelerará en España en las próximas décadas y será más intenso que en el conjunto de la UE y de la UEM.** De acuerdo con las últimas proyecciones poblacionales del INE, la tasa de dependencia en nuestro país —calculada como la ratio de la población de al menos 65 años y la población de entre 16 y 64 años— aumentará

<sup>49</sup> La serie de Eurostat utilizada para esta cuantificación es EDUC\_UOE\_ENRT03. Adicionalmente, en el *Global Innovation Index* (World Intellectual Property Organization, 2022) España es el país número 61 de 109 en el *ranking* de países con más graduados en ciencias e ingeniería.



desde el 31 % observado en 2021 hasta casi un 54 % en 2050. Además, si se mantienen las tendencias demográficas recientes, este proceso de envejecimiento, lejos de ser un fenómeno transitorio, adquirirá un carácter permanente. En particular, el INE proyecta que la tasa de dependencia aún superará el 50 % en 2070 (véase gráfico 2.8.1). En una comparativa internacional —utilizando las últimas proyecciones de Eurostat—, la profunda transformación demográfica que se anticipa para la economía española será significativamente más intensa que la que se espera para la mayoría de las economías europeas (véase gráfico 2.8.2).

**Este cambio demográfico no solo afectará al porcentaje de población en edad de trabajar, sino que también tendrá una incidencia negativa en la renta per cápita española a través de una reducción de la tasa de empleo.** Como se ilustra en el gráfico 2.5.3, la tasa de empleo muestra diferencias significativas por grupos de edad. Así, por ejemplo, en 2022 se situaba en el 77,8 % para la población de 25 a 49 años, mientras que no alcanzaba el 64 % para la población de 50 a 64 años. Si estas diferencias en las tasas de empleo por grupos de edad persistieran en el tiempo, el proceso de envejecimiento poblacional supondría un descenso en la tasa de empleo. En particular, todo lo demás constante, podría reducirse en 1,2 pp entre 2022 y 2030 en España.

**El envejecimiento poblacional sería aún más acusado de no ser por la expectativa de que los flujos migratorios netos hacia nuestro país serán positivos y relativamente elevados en los próximos años.** Las últimas proyecciones poblacionales del INE contemplan que, durante el período 2030-2070, el saldo migratorio neto anual hacia nuestro país se sitúe entre 200.000 y 300.000 personas, que, con carácter general, serían más jóvenes que la población nacional. A modo de comparación, en el año 2008, primer año de la estadística de migraciones, las entradas netas en España alcanzaron las 310.000 personas, mientras que, en 2021, no llegaron a las 150.000.

**Es preciso realizar un seguimiento continuo de la capacidad de las nuevas políticas migratorias para aliviar de manera efectiva los desajustes que se produzcan en el mercado laboral<sup>50</sup>.** Con el objetivo de hacer frente a la escasez de mano de obra observada en algunos sectores productivos, en 2022 las autoridades españolas aprobaron una norma que flexibiliza el catálogo de profesiones de difícil cobertura, facilita la entrada de emprendedores desde el extranjero, incorpora la formación en la figura de arraigo y posibilita el acceso al mercado laboral de los estudiantes extranjeros<sup>51</sup>. De cara al futuro, sería deseable evaluar en qué medida estos cambios normativos contribuyen efectivamente a mitigar los desajustes entre la oferta y la demanda. Por otro lado, en la medida en que la mayoría de las economías europeas se enfrentan a un considerable reto demográfico —si bien, como ya se ha mencionado, con distintos horizontes e intensidades—, sería oportuno que se alcanzara un cierto grado de coordinación entre sus políticas migratorias.

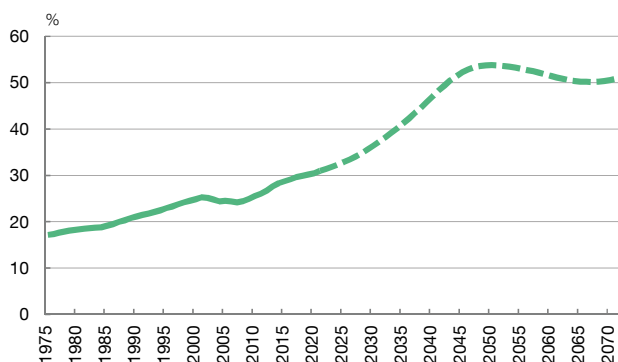
50 En cualquier caso, abordar los numerosos retos que plantea el envejecimiento poblacional va más allá de la política migratoria y exige una actuación decidida en múltiples ámbitos. Entre otras actuaciones, sería conveniente, por ejemplo, analizar las razones de la baja tasa de natalidad en España y reforzar el apoyo a las familias y las oportunidades en el mercado de trabajo para las mujeres jóvenes con hijos.

51 [Real Decreto 629/2022](#), de 26 de julio.

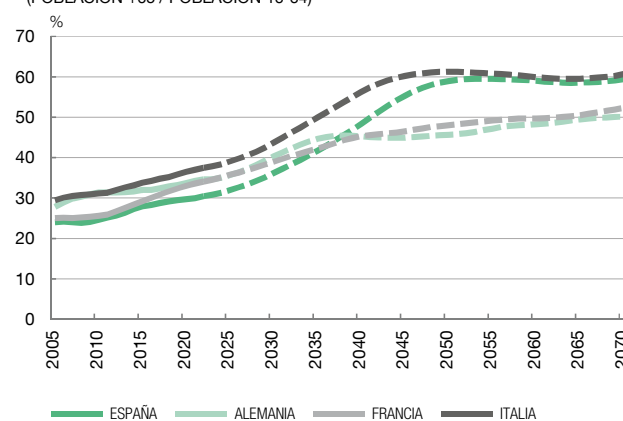
## EL ENVEJECIMIENTO POBLACIONAL SE ACELERARÁ EN ESPAÑA DURANTE LAS PRÓXIMAS DÉCADAS

Las proyecciones del INE más recientes anticipan un incremento notable del número de personas con al menos 65 años en relación con la población de entre 16 y 64 años. En particular, la ratio señalada aumentaría, de acuerdo con dichas proyecciones, desde el 31 % en 2021 hasta el 53,8 % en 2050 y el 50,6 % en 2070. Esta transformación demográfica será significativamente más intensa que la que se espera en el resto de las grandes economías europeas.

1 TASA DE DEPENDENCIA  
(POBLACIÓN +65 / POBLACIÓN 16-64)



2 TASA DE DEPENDENCIA EN COMPARACIÓN CON OTROS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO (a)  
(POBLACIÓN +65 / POBLACIÓN 16-64)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

a Proyecciones de EUROPOP-2023.



**La evolución de las horas trabajadas por empleado también es un determinante fundamental de la oferta laboral y de la renta per cápita.** Así, si se produce un aumento del número de ocupados —esto es, del margen extensivo del empleo—, pero cada uno de ellos trabaja menos horas —esto es, se reduce el margen intensivo del empleo—, todo lo demás constante, el ritmo de crecimiento de las horas trabajadas en el conjunto de la economía —y, por lo tanto, de la oferta laboral total y de la producción agregada— será menor que el del empleo.

**En España, en las últimas décadas la jornada laboral media se ha reducido desde unas 37 horas semanales en 1987 hasta unas 31,8 horas en 2019** (véase gráfico 2.9.1). Un trabajo reciente del Banco de España<sup>52</sup> pone de manifiesto que este descenso en las horas trabajadas por ocupado refleja, en términos generales, factores estructurales comunes a otros países de nuestro entorno. Entre dichos factores destacan, por ejemplo, el progreso tecnológico —que ha permitido ganancias de productividad que han dado lugar a un aumento de las horas asignadas al ocio a expensas de las destinadas al trabajo—, los cambios en la estructura sectorial de la economía —con un incremento gradual del peso del sector servicios— y la tendencia hacia una mayor ratio de parcialidad en la contratación. La pandemia de COVID-19 intensificó esta disminución en la jornada laboral media, aunque los datos más recientes muestran una cierta recuperación de la tendencia secular previa.

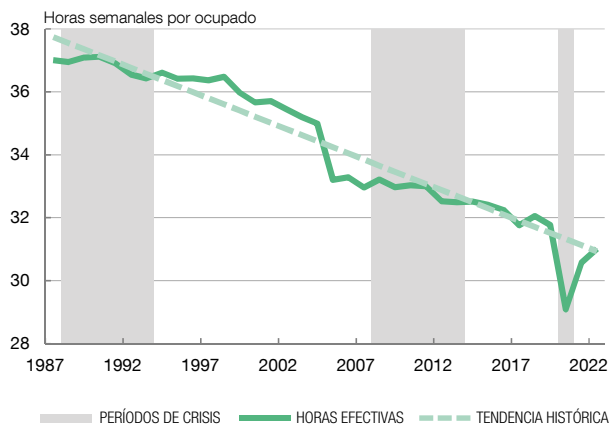
52 Cuadrado (2023).

Gráfico 2.9

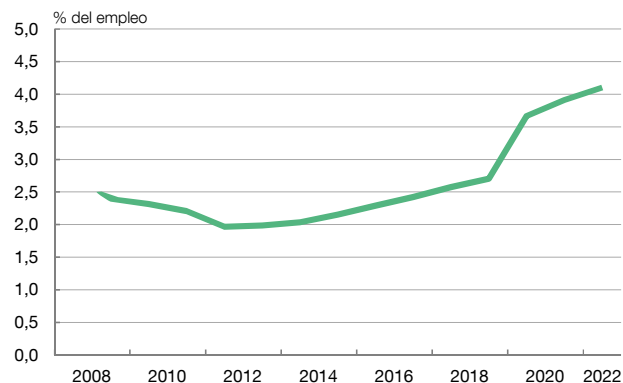
**LA JORNADA LABORAL Y EL ESTADO DE SALUD GENERAL TAMBIÉN DETERMINAN LA EVOLUCIÓN DE LA OFERTA LABORAL**

La jornada media semanal se ha reducido en España desde unas 37 horas a mediados de los años ochenta hasta 31 horas en 2022. Asimismo, se ha producido un aumento continuado y pronunciado de las bajas laborales desde la irrupción del COVID-19, de manera que, en el promedio de 2022, un 4,1 % de los ocupados declararon no haber trabajado en la semana anterior debido a enfermedad, incapacidad temporal o accidente.

1 JORNADA SEMANAL MEDIA AL AÑO POR OCUPADO



2 PÉRDIDA DE DÍAS DE TRABAJO POR ENFERMEDAD, ACCIDENTE O INCAPACIDAD



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



**Diversos factores sugieren que podría prolongarse la tendencia descendente en las horas trabajadas por ocupado.** Por ejemplo, los cambios en la estructura demográfica previstos implicarían que, en 2033, la jornada semanal media podría reducirse en casi tres horas, en comparación con la actual, si las tasas de ocupación por edades permanecieran constantes. En la misma línea, si la economía española convergiera hacia una estructura sectorial como la del promedio de la UE, el número de horas trabajadas por individuo al año sería unas dos horas y media menor que el observado actualmente.

**Un aspecto adicional que puede condicionar estas dinámicas es el relativo al estado de salud de la población española y su evolución en el tiempo.** Los últimos barómetros sanitarios del Centro de Investigaciones Sociológicas muestran un incremento de la demanda de servicios sanitarios en nuestro país. También se ha observado un aumento en los ocupados que pierden días de trabajo por enfermedad, incapacidad temporal o accidente (véase gráfico 2.9.2). Un estudio reciente del Banco de España<sup>53</sup> señala que algunos de estos desarrollos parecen estar en línea con las predicciones de la literatura que estudia las secuelas del COVID-19 sobre una población ampliamente vacunada que resulta infectada. Si dichos desarrollos resultaran duraderos y estuvieran asociados a un deterioro persistente de la salud general de la población, podrían requerir un aumento estructural del gasto sanitario y afectar negativamente —aunque con una elevada incertidumbre— a la oferta laboral y, por tanto, al producto potencial de la economía.

53 Hurtado e Izquierdo (2023).

**El estado de salud es un determinante fundamental de la oferta de trabajo, especialmente en edades cercanas a la jubilación.** Los problemas de salud que incapacitan laboralmente aumentan con la edad y dificultan el alargamiento de la vida laboral que debería acompañar al incremento previsto y observado de la longevidad. En este sentido, cabe resaltar que los trabajadores de edades cercanas a la jubilación tienden a sobrestimar el deterioro de su salud y, por tanto, a adelantar su jubilación sobre la base de percepciones subjetivas equivocadas<sup>54</sup>.

**También las enfermedades mentales, que pueden haberse agravado como consecuencia de la pandemia, afectan a la oferta de trabajo.** La salud mental, además de condicionar la salud física y la situación laboral, es uno de los principales determinantes del éxito educativo y laboral e, incluso, influye más que estos en los indicadores subjetivos de felicidad<sup>55</sup>. En los países desarrollados, los problemas de salud mental son las principales causas de enfermedades en la población en edad de trabajar y explican alrededor de un tercio de la incapacitación laboral y del absentismo. El hecho de que la incidencia de estas enfermedades haya podido agravarse como consecuencia de la pandemia es otra razón para aumentar la atención a la prevención y el tratamiento de las enfermedades mentales de la población.

**Dada su importancia, debería priorizarse la evaluación de la eficiencia del gasto público sanitario.** En este sentido, además de que el peso de esta partida de gasto en el PIB es inferior en España que en el área del euro —un 6,4 % de media entre 2010 y 2021, frente a un 7,4 % en la UEM—, distintos informes de la AIREF apuntan a la existencia de un cierto margen de mejora en los gastos relativos a la farmacia hospitalaria y a la inversión en alta tecnología.

### 3 Principales desequilibrios en la economía española

**Una senda de crecimiento que está asociada con la persistencia o la acumulación de vulnerabilidades macroeconómicas, financieras o sociales no es sostenible.** Como se ha discutido en la sección anterior, para que la economía española pueda avanzar en el proceso de convergencia hacia el nivel de renta per cápita del promedio de la UEM, será precisa una actuación decidida de las políticas públicas en ámbitos muy diversos; fundamentalmente, para tratar de incrementar el dinamismo de la productividad y del empleo y, con ello, impulsar el ritmo de crecimiento. No obstante, es importante asegurar que la senda de crecimiento no solo sea robusta, sino también sostenible. No es posible mantener un crecimiento elevado durante un período prolongado si está asociado con la persistencia o la acumulación de vulnerabilidades o desequilibrios macroeconómicos, financieros o sociales.

**Desde el estallido de la crisis financiera global, la economía española ha corregido algunos de los desequilibrios macrofinancieros que acumuló en la fase expansiva previa y ha mostrado un patrón de crecimiento más equilibrado.** Así, por ejemplo, en términos de la composición de la actividad económica agregada, la inversión en construcción,

54 Denis (2021).

55 Layard (2013).

que en el promedio del período 2000-2007 supuso un 18,4 % del PIB español, ha reducido su peso hasta un 9,5 % de media entre 2013 y 2022, ligeramente por debajo del 10,3 % observado en la UEM. En cuanto al precio de la vivienda, tras experimentar una corrección muy acusada entre 2007 y 2013 —del 37 % en términos nominales acumulados—, ha crecido a una tasa anual media del 4,6 % entre 2019 y 2022, pero por debajo del 6,1 % observado en el área del euro. Así, aunque los indicadores sobre desequilibrios en los precios de este mercado en España han mostrado señales de una cierta sobrevaloración desde mediados de 2021, estas siguen estando contenidas (véanse gráfico 2.10.1 y el *Informe de Estabilidad Financiera de primavera de 2023* del Banco de España).

**Destaca el intenso proceso de desendeudamiento de familias y empresas.** En el segundo trimestre de 2010, la deuda del sector privado no financiero alcanzó en nuestro país el 205,5 % del PIB, 61 pp por encima de la que se observaba en el promedio de la UEM (véase gráfico 2.10.2). Desde entonces, salvo en el período de la crisis sanitaria, las familias y las empresas españolas han llevado a cabo un proceso de desapalancamiento, que ha permitido una mejora sustancial de su situación patrimonial y ha reducido sus ratios de deuda hasta niveles similares o incluso inferiores a los que se registran en el conjunto del área del euro. Estos desarrollos se han producido, además, en un contexto en el que se ha acometido un esfuerzo de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sector financiero, que ha contribuido a reforzar, de manera apreciable, sus ratios de solvencia y liquidez, así como la calidad de sus balances<sup>56</sup>. Es importante resaltar, no obstante, que esta mejora sustancial en la posición financiera agregada de los hogares, de las empresas y de las entidades en nuestro país no implica que sus perspectivas económicas futuras estén exentas de riesgos. En este sentido, en los últimos trimestres diversos trabajos del Banco de España han puesto de relieve que el reciente repunte de los precios y de los costes de financiación podría incrementar sensiblemente la vulnerabilidad financiera de determinados colectivos de hogares y empresas<sup>57</sup>. Asimismo, el último *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España ofrece un repaso exhaustivo de los principales riesgos que el sector financiero español debe afrontar en la coyuntura actual y de cara al futuro próximo.

**También sobresale la notable corrección de los desequilibrios externos de nuestra economía en los últimos años.** Desde 2012, la balanza por cuenta corriente de nuestro país ha venido registrando un saldo positivo —de un 1,6 % del PIB, en promedio anual hasta 2022— (véase gráfico 2.11.1). Esto contrasta con los abultados y persistentes déficits que se observaron entre 2000 y 2008 —de un 6,2 % del PIB, en promedio anual—. Por primera vez en la historia económica contemporánea de España, en los últimos años han coexistido superávits por cuenta corriente y una fase de crecimiento prolongado de la actividad. Esto subraya la naturaleza, en buena medida estructural, de la corrección de nuestros desequilibrios externos<sup>58</sup>.

56 Banco de España (2017a) describe de forma detallada el proceso de transformación que el sector financiero español ha llevado a cabo desde el comienzo de la crisis financiera global.

57 Véanse Menéndez y Mulino (2022), Mulino (2022), *Informe de Estabilidad Financiera de otoño de 2022 y primavera de 2023*, o epígrafe 4.3.2 del capítulo 3 de este Informe.

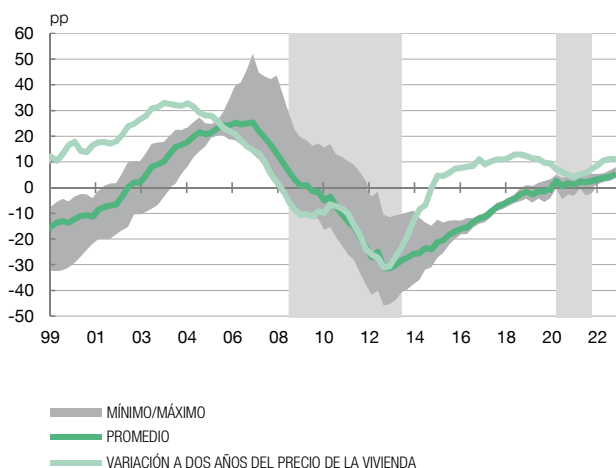
58 Para más detalles sobre los principales factores que hay detrás de dicha corrección, véase Banco de España (2017b).

Gráfico 2.10

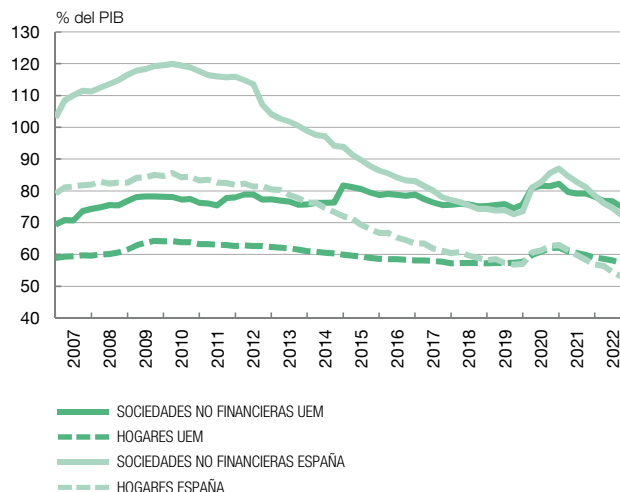
## SE HA MODERADO EL CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA, Y HA CONTINUADO EL PROCESO DE DESENDEUDAMIENTO QUE HAN SEGUIDO LAS FAMILIAS Y LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

El precio de la vivienda ha vuelto a crecer entre 2019 y 2022, pero las señales de sobrevaloración se muestran contenidas. Por otra parte, las familias y las empresas españolas han continuado el proceso de desendeudamiento iniciado en 2010, hasta niveles similares o incluso inferiores a los del promedio del área del euro.

1 INDICADORES DE DESEQUILIBRIOS DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (a) (b)



2 DEUDA CONSOLIDADA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y DE LOS HOGARES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Las franjas verticales sombreadas en gris muestran dos periodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009: la última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y la crisis provocada por el COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). Datos actualizados a diciembre de 2022.
- b El área sombreada representa los valores mínimo y máximo de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda. Tanto los cuatro indicadores como la tasa de variación a dos años del precio de la vivienda comparten un valor de equilibrio de cero.



**La mejora estructural de los desequilibrios externos ha sido especialmente visible con el estallido de la pandemia —que redujo abruptamente los flujos turísticos— y de la crisis energética —que encareció sensiblemente las importaciones de energía—.** En efecto, a pesar de estas dos perturbaciones tan intensas, que afectaron tan adversamente a dos de las principales rúbricas en el saldo de la balanza por cuenta corriente española, este se ha mantenido en terreno positivo en los últimos tres años —un superávit del 0,7 % del PIB de media entre 2020 y 2022—<sup>59</sup>. Esto ha sido posible, fundamentalmente, gracias al dinamismo que han mostrado las exportaciones y las empresas exportadoras estables<sup>60</sup>. Desde 2019, el crecimiento de las exportaciones nominales de bienes y servicios ha superado ampliamente al de las principales economías de la UEM —un 26,8 % en España, frente a un 20,1 % en Alemania, un 16,7 % en Francia y un 24,9 % en Italia—, de forma que el peso de nuestras exportaciones ha seguido aumentando hasta alcanzar el 40,4 % del PIB en 2022 —a modo de ilustración, este porcentaje se situaba por debajo del 26 % del PIB en 2008—.

59 Desde la pandemia, también habrían aumentado las importaciones de productos médicos y de los relacionados con informática y telecomunicaciones. Véase [García Esteban, Gómez Loscos y Martín Machuca \(2023\)](#).

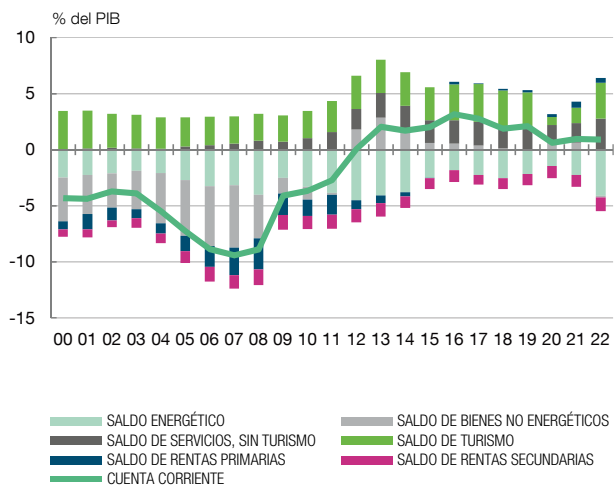
60 Entre 2019 y 2022, el número de empresas exportadoras de bienes estables (definidas como aquellas que al menos exportan más de 5.000 euros cuatro años consecutivos o más) aumentó un 8,3 %.

Gráfico 2.11

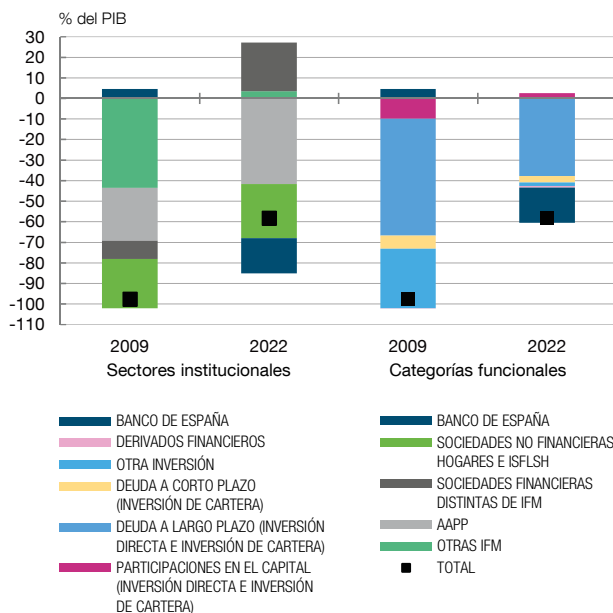
**LA ECONOMÍA ESPAÑOLA HA LOGRADO MANTENER EL SUPERÁVIT DE LA CUENTA CORRIENTE Y REDUCIR SU ENDEUDAMIENTO EXTERNO**

A pesar del aumento de los precios de la energía, la balanza por cuenta corriente se mantuvo en superávit, gracias al dinamismo de las exportaciones de servicios, mientras que prosiguió la corrección gradual del elevado endeudamiento frente al resto del mundo.

1 EVOLUCIÓN DEL SALDO POR CUENTA CORRIENTE



2 PII: EVOLUCIÓN Y COMPOSICIÓN POR SECTORES Y CATEGORÍAS FUNCIONALES Tasas sobre los niveles de 2019



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.



**El saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII) de España frente al resto del mundo se ha reducido de forma apreciable, y las vulnerabilidades asociadas a la composición de dicho saldo también serían ahora algo menores.** En 2022, la economía española presentó un saldo de deudor en su PII equivalente a un 60,5% del PIB (véase gráfico 2.11.2). Aunque dicha posición deudora continúa siendo comparativamente elevada dentro de la UEM —solo superada por las de Grecia, Irlanda, Chipre y Portugal—, esta ha disminuido en más de 37 pp desde el máximo que registró en 2009 —del 97,6% del PIB—. Por otra parte, si bien existe una considerable incertidumbre al respecto, las vulnerabilidades que podrían derivarse de este endeudamiento externo serían algo menores ahora que en 2009. Esto sería el resultado de los cambios que se han venido produciendo en los últimos años en la composición del saldo deudor de la PII, que han supuesto un mayor peso relativo de los pasivos de las AAPP y del Banco de España —que tienden a presentar menores riesgos de refinanciación que los pasivos del sector privado—, y de los instrumentos de deuda a largo plazo —cuyos riesgos de refinanciación también suelen ser menores que los de otros instrumentos financieros—.

**En todo caso, la sostenibilidad de la senda de crecimiento de la economía española se enfrenta a retos estructurales de un enorme calado.** Entre estos destacan, por ejemplo,

los asociados con el cambio climático y la transición ecológica que nuestra economía, como el resto de las principales economías mundiales, deberá abordar en los próximos años (véase [capítulo 4](#) del *Informe Anual 2021* del Banco de España). En estrecha relación con dichos retos, también sobresalen las considerables vulnerabilidades que la particular configuración energética de España y de la UE suponen para las perspectivas económicas, especialmente en un contexto geopolítico internacional que exhibe una creciente fragmentación y donde la UE ha de reforzar su autonomía estratégica (véase [capítulo 4](#) de este Informe).

**Entre estos desafíos estructurales destacan los derivados del elevado nivel de endeudamiento público y la vulnerabilidad social que se puede derivar de una elevada desigualdad** (véase [capítulo 4](#) del *Informe Anual 2020* del Banco de España). En el resto de esta sección se profundiza en cada uno de estos retos.

### 3.1 El endeudamiento público

#### 3.1.1 Evolución reciente y perspectivas a corto plazo

**En 2022, el déficit y la deuda de las AAPP disminuyeron —como porcentaje del PIB—, si bien se mantuvieron en niveles muy elevados, desde una perspectiva tanto histórica como internacional.** Entre 2021 y 2022, el déficit público en España se redujo en 2,1 pp, hasta situarse en el 4,8 % del PIB (véase gráfico 2.12.1). A pesar de esta reducción —que supone una continuación de la que ya tuvo lugar entre 2020 y 2021—, el déficit público permaneció 1,7 pp por encima del registrado en 2019 y fue 1,2 pp superior al promedio de la UEM. Por su parte, la ratio de deuda pública sobre PIB disminuyó en 5 pp en 2022, hasta el 113,2 %, 15 pp por encima de 2019 y casi 22 pp mayor que el de la UEM.

**La evolución reciente de las cuentas públicas ha estado determinada, sobre todo, por cuatro elementos.** Estos elementos son: i) la fuerte recuperación de la actividad económica real —con crecimientos del PIB por encima del 5 % tanto en 2021 como en 2022—; ii) el despliegue, extensión y ajuste gradual de múltiples actuaciones públicas encaminadas a mitigar el impacto negativo sobre los hogares y las empresas españoles de las distintas perturbaciones adversas que han afectado a nuestra economía en los últimos años; iii) las elevadas tasas de inflación —que han influido de forma muy heterogénea sobre el comportamiento de las diversas rúbricas presupuestarias—, y iv) el mayor dinamismo de la recaudación tributaria de lo que sería coherente con la evolución de las bases macroeconómicas y de las medidas fiscales aprobadas.

**En 2022, estos factores han contribuido, en conjunto, a una reducción del desequilibrio fiscal.** Por un lado, a lo largo del año pasado, en un contexto de práctica superación de la crisis sanitaria, continuó reduciéndose el coste presupuestario de las actuaciones que se desplegaron en 2020 para hacer frente a la pandemia. Este ahorro fiscal fue mayor que el coste adicional en el que se incurrió durante 2022 como consecuencia de las medidas aprobadas para mitigar el impacto del repunte de los precios y de la crisis energética sobre

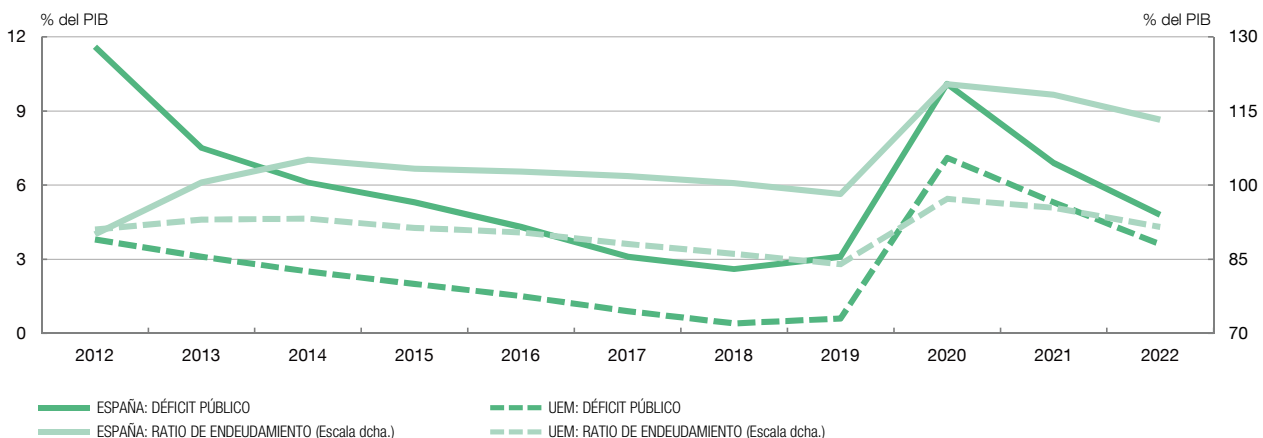


Gráfico 2.12

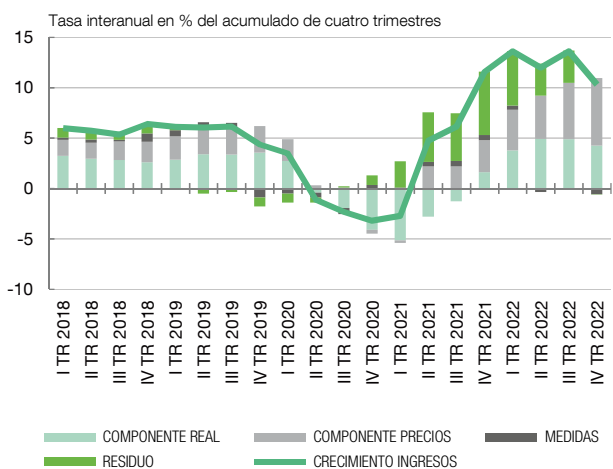
**TANTO EL DÉFICIT COMO LA DEUDA PÚBLICA PERMANECEN EN NIVELES ELEVADOS, LO QUE GENERA UNA SITUACIÓN DE VULNERABILIDAD A MEDIO PLAZO**

En los dos últimos años, el déficit de las AAPP ha acumulado un descenso de más de 5 pp, pero se sitúa aún 1,7 pp por encima del nivel existente antes de la pandemia de COVID-19. En ese mismo período, la deuda pública se ha incrementado desde el 98,2% hasta el 113,2% del PIB. Al mismo tiempo, algo más de la cuarta parte del crecimiento de los ingresos fiscales de 2021 y 2022 no podría explicarse por sus determinantes habituales, con el consiguiente riesgo de que dichos recursos reviertan en el futuro. Por su parte, el gasto público primario, ajustado de ciclo y de medidas temporales, se ha incrementado significativamente en los últimos años. Todo ello apunta a una situación de vulnerabilidad de las finanzas públicas a medio plazo.

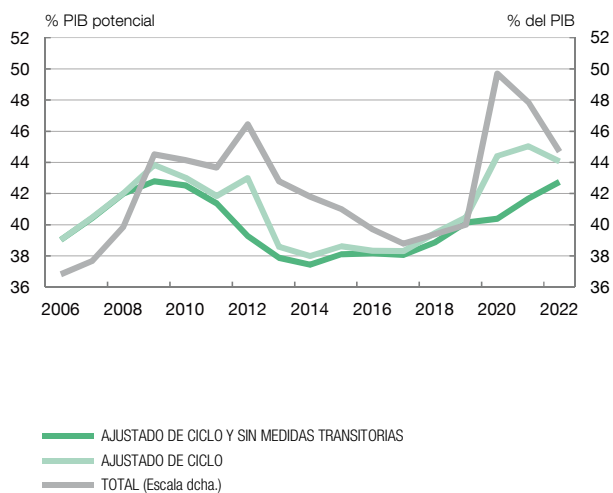
1 SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP



2 EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS POR IVA, IS, IRPF Y CCSS (a)



3 EVOLUCIÓN DEL GASTO PRIMARIO (b)



**FUENTE:** Banco de España, a partir de datos de la Intervención General de la Administración del Estado, la Agencia Tributaria y el Instituto Nacional de Estadística.

- a Actualización de los cálculos presentados en García-Miralles y Martínez Pagés (2023).
- b Excluyendo NGEU.



los hogares y las empresas<sup>61</sup>. Por otro lado, la intensa recuperación de la actividad real y las elevadas tasas de inflación tuvieron un impacto muy positivo sobre la recaudación tributaria,

61 De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, estas últimas medidas —de ingresos y gastos— tendrían un coste presupuestario aproximado de 1,4 pp del PIB en 2022 y de 0,9 pp del PIB en 2023. Para más detalles sobre estas medidas y sobre su impacto macroeconómico, véase el recuadro 1.1 del capítulo 1 de este Informe.

que creció un 9,3 % en 2022 y que mostró, incluso, un dinamismo mayor de lo que anticiparían sus bases macroeconómicas y las medidas fiscales implementadas. Así se pone de relieve en un estudio reciente del Banco de España, [García-Miralles y Martínez Pagés \(2023\)](#), que descompone el crecimiento de los ingresos públicos en los últimos años en sus principales factores explicativos. Este trabajo subraya, en particular, que la evolución de los precios habría sido responsable de casi un 47 % del aumento observado en la recaudación en 2021-2022 —fundamentalmente, por el impacto directo de la inflación sobre los impuestos que gravan el consumo y por la falta de indexación de determinados parámetros del sistema tributario— (véase gráfico 2.12.2)<sup>62</sup>. Por su parte, en ese mismo período un 27 % del incremento de los ingresos no se podría explicar por los modelos y los determinantes habituales de la recaudación —esto es, sería un *residuo* positivo—.

**No obstante, es previsible que, en los próximos años, la incidencia de estos factores sobre las finanzas públicas sea menos favorable o incluso negativa.** Así, por ejemplo, por el lado de los ingresos, tanto el Banco de España como el consenso de los analistas apuntan a que la actividad económica y los precios mostrarán un crecimiento sensiblemente menor en 2023-2025 que el observado en 2022, lo que incidirá negativamente en el dinamismo de la recaudación en los próximos años. De hecho, en la segunda mitad de 2022 ya se inició una acusada desaceleración en los ingresos públicos, y los impuestos indirectos llegaron a registrar tasas interanuales negativas a finales del año. Además, aunque existe una considerable incertidumbre en cuanto a la naturaleza y al grado de persistencia de los *residuos* tributarios positivos que se han detectado durante buena parte de 2021 y 2022, la evidencia histórica sugiere que una parte podría revertirse con el paso del tiempo, restando también vigor a la recaudación<sup>63</sup>. Las estimaciones del Banco de España muestran ya la existencia de ciertos *residuos* tributarios negativos en el último trimestre del año pasado.

**El impacto al alza de la inflación sobre el gasto público se produce con un cierto retardo**<sup>64</sup>. Las especificidades de algunas de las partidas de gasto público implican que en 2022 aún no se habría reflejado, plenamente, el impacto de la elevada inflación. Este impacto será más visible en los próximos años. Así, por ejemplo, en nuestro país la indexación de las pensiones con el IPC se produce con un desfase de un año. En cuanto a la carga por los intereses de la deuda de las AAPP, en 2022 se produjo un fuerte incremento en los costes de financiación de la deuda pública como consecuencia del endurecimiento de la política monetaria. Pero este incremento se irá filtrando solo de manera gradual a esta partida

62 Esta contribución sería similar a la que se observó durante el período 2018-2019, antes del estallido de la pandemia.

63 En la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) para los años 2023-2026, recientemente presentada por las autoridades españolas, se hace referencia al «carácter estructural de la buena evolución de la recaudación tributaria». En este sentido, de cumplirse las previsiones de dicho informe, la mayor parte de los residuos tributarios positivos que se han observado en los últimos años no se revertiría en un futuro.

64 Para más detalles acerca de los desfases en la respuesta de los gastos y de los ingresos públicos al aumento de la inflación, véase [Hernández de Cos \(2022\)](#). En cuanto al impacto final de la inflación sobre el saldo presupuestario de las AAPP, es importante resaltar que, utilizando el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), se estima que un *shock* al precio de la energía importada —una perturbación en línea con la observada durante buena parte de 2021 y 2022— que generase un aumento de la inflación de un 1 % acarrearía, tres años después, un deterioro en el saldo de las AAPP de 0,2 pp del PIB. Es decir, que el efecto sobre el déficit público en un horizonte a medio plazo de una perturbación de estas características sería negativo.

presupuestaria a medida que se emita nueva deuda. De mantenerse las dinámicas que actualmente anticipan los mercados financieros y el escenario macroeconómico contemplado por el Banco de España, el gasto en intereses de la deuda, que en 2022 supuso un 2,4 % del PIB, podría elevarse hasta el 2,7 % del PIB en 2025.

**Las estimaciones disponibles muestran que el déficit público tendría un elevado componente estructural en nuestro desequilibrio fiscal.** De acuerdo con las estimaciones de la APE 2023-2026, el déficit público estructural se situó en el 3,6 % del PIB en 2022, y las últimas estimaciones del FMI lo situaban por encima del 4 % del PIB, en este último caso sensiblemente superior al estimado para 2019 (3 % del PIB), antes del estallido de la pandemia<sup>65</sup>. En este sentido, cabe reseñar que el deterioro en el déficit estructural que se produciría entre 2019 y 2023 vendría determinado, en gran medida, por el incremento en el gasto primario estructural —esto es, no afectado por medidas temporales o por el efecto del ciclo económico— observado en últimos años (véase gráfico 2.12.3). Una parte importante de dicho incremento estaría relacionado, en particular, con el gasto en pensiones.

### 3.1.2 Las dinámicas de la deuda pública a medio y a largo plazo

**En esta sección se describen las sendas que la deuda pública española podría seguir, bajo distintos escenarios, en las próximas décadas.** Estas sendas se determinan a partir de distintas herramientas analíticas desarrolladas por el Banco de España —en el marco de una amplia literatura económica que está centrada en los análisis de la sostenibilidad de la deuda pública— y de un conjunto de supuestos sobre la evolución macrofinanciera futura de la economía española y de su política fiscal. Las dinámicas de la deuda que derivan de estos ejercicios cuantitativos se presentan en el segundo apartado de esta sección. Antes de ello, se exponen, a continuación, las implicaciones que el envejecimiento poblacional y la configuración del sistema público de pensiones tendrán sobre la evolución futura de las cuentas de las AAPP, pues dichas implicaciones son un elemento central en cualquier análisis de sostenibilidad de las finanzas públicas.

#### 3.1.2.1 El papel del sistema de pensiones

**El profundo cambio demográfico en el que la población española está inmersa supondrá, en las próximas décadas, un notable aumento del gasto en pensiones, pero también del gasto en sanidad y en cuidados de larga duración.** Desde 2012, el gasto en pensiones, descontada la inflación, se ha elevado un 26 %, debido, casi a partes iguales, al mayor número de pensiones y al crecimiento de la pensión media real. Como resultado, en 2022 el gasto en pensiones alcanzó el 13,1 % del PIB, 1,6 pp más que en 2012. En las próximas décadas, en las que se producirá una considerable aceleración del proceso de envejecimiento poblacional (para más detalles, véase el epígrafe 2.2.3), el peso de esta partida de gasto se

65 En el caso de las últimas estimaciones del Banco de España, el déficit estructural se situó en el 3,9% en 2022.

elevará en mayor medida. A continuación se presentan distintas estimaciones acerca de la magnitud de este incremento futuro en el gasto en pensiones, teniendo en cuenta los últimos cambios normativos aprobados. En todo caso, esta no será la única consecuencia del cambio demográfico en las finanzas públicas. Las últimas proyecciones de la AIReF apuntan a que el gasto en sanidad y en cuidados de larga duración también mostrará una tendencia creciente, aumentando en 2,3 pp y en 1 pp, respectivamente, entre 2019 y 2050<sup>66</sup>.

**En los últimos años se han llevado a cabo varias modificaciones en la configuración de nuestro sistema público de pensiones.** Así, a finales de 2021 se estableció la revalorización automática de las pensiones con el IPC y se derogó el factor de sostenibilidad introducido en 2013, que tenía previsto modular la pensión inicial de acuerdo con la evolución de la esperanza de vida<sup>67</sup>. En paralelo, se aprobaron nuevos incentivos a postergar la edad de jubilación, se aumentaron las transferencias del Estado a la Seguridad Social y se introdujo un incremento temporal y finalista de las cotizaciones sociales en el contexto de un nuevo mecanismo, llamado «de equidad intergeneracional». Además, a finales de julio de 2022 se aprobó un nuevo sistema de cotización para el Régimen de Trabajadores por Cuenta Propia o Autónomos, al objeto de ligar las cotizaciones de dicho colectivo a los ingresos de su actividad<sup>68</sup>.

**En 2023 se han adoptado nuevas medidas, principalmente con el propósito de fortalecer los ingresos de la Seguridad Social<sup>69</sup>.** En particular, se ha establecido un crecimiento de la base máxima de cotización por encima del aumento de los precios y de la pensión máxima, y se ha constituido un recargo sobre los salarios por encima de la base máxima. Asimismo, se ha incrementado la cuantía del tipo de cotización ligado al mecanismo de equidad intergeneracional, al tiempo que se ha extendido su vigencia hasta el año 2050. Estas medidas de refuerzo de los ingresos se han complementado con otros cambios dirigidos a aumentar la suficiencia y la equidad de las prestaciones —mediante el incremento de las pensiones mínimas y la modificación del período de cálculo de la base reguladora—, y a reducir la brecha de género de las pensiones.

**Además, se ha instaurado un mecanismo de ajuste automático, que prevé la adopción de nuevas medidas o, en su defecto, un incremento adicional de las cotizaciones sociales si el gasto en pensiones se desvía de una senda de referencia.** Este mecanismo entrará en acción, a partir de marzo de 2025, en el caso de que el gasto en pensiones supere el 13,3 % del PIB en el promedio 2022-2050, una vez descontado el incremento de los ingresos

66 *El Informe sobre Envejecimiento* de 2021 proyecta un aumento del gasto en sanidad y cuidados de larga duración entre 2019 y 2050 de 1,4 pp y 0,5 pp del PIB, respectivamente.

67 Ley 21/2021, de 28 de diciembre, de garantía del poder adquisitivo de las pensiones y de otras medidas de refuerzo de la sostenibilidad financiera y social del sistema público de pensiones.

68 Real Decreto-ley 13/2022, de 26 de julio, por el que se establece un nuevo sistema de cotización para los trabajadores por cuenta propia o autónomos y se mejora la protección por cese de actividad.

69 Real Decreto-ley 2/2023, de 16 de marzo, de medidas urgentes para la ampliación de derechos de los pensionistas, la reducción de la brecha de género y el establecimiento de un nuevo marco de sostenibilidad del sistema público de pensiones.

resultado de los cambios normativos aprobados desde 2020<sup>70</sup>. El establecimiento de este nuevo instrumento devuelve al sistema una herramienta automática de ajuste —tras la derogación del establecido en la reforma de 2013—, que permite un refuerzo de su sostenibilidad financiera.

**El cuadro 2.2 resume los principales cambios normativos adoptados en el sistema de pensiones español entre 2021 y 2023, y ofrece diversas estimaciones en cuanto a su posible impacto, ya sea por el lado de los ingresos o de los gastos.** Se presentan las estimaciones que ha realizado el Banco de España, así como las que otras instituciones —en concreto, la AIReF, el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones (MISSyM), y Fedea— han publicado recientemente o utilizan como referencia<sup>71</sup>. Los impactos estimados se refieren al efecto que la introducción de cada una de las medidas consideradas tiene, todo lo demás constante, sobre los gastos o los ingresos del sistema de pensiones en 2050, en porcentaje del PIB. Estas estimaciones están sometidas a una considerable incertidumbre y deben ser objeto de una continua revisión a medida que se disponga de más información. A continuación se ofrecen algunos detalles adicionales en cuanto a las medidas analizadas y a su posible impacto:

- **Revalorización de las pensiones con el IPC y derogación del factor de sostenibilidad.** De acuerdo con las estimaciones de la AIReF y del *Informe sobre Envejecimiento* de la Comisión Europea<sup>72</sup>, la revalorización de las pensiones con la evolución de los precios aumentaría el gasto en pensiones en 2050 en torno a 2,7 pp del PIB. Por su parte, la supresión del factor de sostenibilidad elevaría esta partida de gasto en unos 0,8 pp del PIB.
- **Incentivos a postergar la edad de jubilación.** La incertidumbre para estimar el impacto de esta medida es extraordinaria, ya que este depende del grado en que dicha medida afecte realmente a la decisión de jubilación de los trabajadores y, por el momento, no se dispone de evidencia empírica concluyente al respecto. Como reflejo de esta considerable incertidumbre, la AIReF plantea escenarios en los que el ahorro asociado a esta medida en 2050 oscila dentro de un rango muy amplio, entre 0,2 pp y algo más de 1,5 pp del PIB —su escenario central es una reducción del gasto de unos 0,8 pp—. Lo mismo sucede

70 En particular, a partir de marzo de 2025 y cada tres años, la AIReF deberá calcular el impacto medio anual en el período 2022-2050 de las medidas de ingresos aprobadas desde 2020. Si esta evaluación arroja que dichas medidas alcanzan el 1,7 % del PIB, no será necesario adoptar nuevas actuaciones si el gasto en pensiones en el promedio 2022-2050 no excede de un nivel de referencia, en este caso el 15 % del PIB. Este nivel de referencia aumenta o disminuye en los mismos puntos porcentuales en los que se desvíe el impacto de las medidas de ingresos con respecto al 1,7 %. La senda de gasto en pensiones con la que se comparará la referencia es el proyectado por el *Informe sobre Envejecimiento* más reciente. En el supuesto de que el nivel de gasto en pensiones exceda el nivel de referencia, el Gobierno deberá elevar a la Comisión del Pacto de Toledo una propuesta para corregir la desviación, que puede contemplar medidas de ingresos, de gastos o de ambos. Si no existiese acuerdo parlamentario para aprobar las medidas correctoras, la cotización asociada al mecanismo de equidad intergeneracional aumentaría automáticamente el 1 de enero del año siguiente en la cuantía necesaria para compensar un 20 % de la desviación, y seguiría aumentando año a año lo preciso para corregir un 20 % anualmente, hasta el momento en que se adoptasen nuevas medidas o se eliminase dicha desviación.

71 AIReF (2023), Escrivá (2023), Fuente (2023a) y Fuente (2023b).

72 AIReF (2023) y Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital (2021).

## Cuadro 2.2

**CUANTIFICACIÓN DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS ADOPTADAS EN LA REFORMA DE LAS PENSIONES**

Descripción de la medida	Porcentaje del PIB en 2050				Observaciones
	AIReF	MISSyM	Fedea	Banco de España	
<b>A MEDIDAS POR EL LADO DE LOS INGRESOS</b>					
Nuevo sistema de cotización de los trabajadores autónomos	0,5	0,4	0,8	0,5	Período transitorio establecido: 2023-2031.
Mecanismo de equidad intergeneracional	0,4	0,5	0,4	0,5	Período de vigencia: 2023-2050. En 2023 consiste en una subida de 0,6 pp del tipo de cotización por contingencias comunes. El tipo sube una décima al año hasta alcanzar el 1,2 % en 2029, año a partir del cual se mantiene estable. Las cotizaciones nutrirán el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, del que podrán realizarse desembolsos a partir del año 2033. Las cotizaciones extra mantienen, <i>grosso modo</i> , la distribución entre empresa y trabajador establecida para la cotización por contingencias comunes.
Aumento de la base máxima de cotización	0,4	0,5	0,4	0,3	Entre 2024 y 2050, la base máxima crecerá de acuerdo con el IPC más 1,2 pp. A partir de 2051, crecerá únicamente con el IPC.
Recargo sobre los salarios por encima de la base máxima	0,1	0,1	0,1	0,1	A partir de 2025. El recargo está determinado por una escala progresiva de tres tramos. Los tipos varían entre el 0,92 % y el 1,17 % en 2025 y van subiendo anualmente hasta alcanzar un tipo mínimo del 5,5 % y un máximo del 7 % en el año 2045. El tipo mínimo se corresponde con los salarios que se encuentran entre la base máxima y un 10 % adicional de esta, mientras que el tipo máximo se aplica a las retribuciones superiores al 50 % adicional de la base máxima. La distribución del recargo entre empresa y trabajador mantiene la misma proporción que el tipo de cotización por contingencias comunes (83 % para la empresa y 17 % para el trabajador).
Mecanismo de ajuste automático	—	—	—	—	Con efectos a partir de 2026. El mecanismo se desencadena si el gasto en pensiones en el promedio 2022-2050 menos las medidas de ingresos tomadas desde 2020 computadas también en el promedio 2022-2050 supera el 13,3 % del PIB. La cuantificación de estos guarismos sucede cada tres años, empezando en marzo de 2025. Si se cumple la condición señalada, el Gobierno deberá llevar al Pacto de Toledo y al Parlamento una propuesta para corregir la desviación. Si no hay acuerdo, el mecanismo de equidad intergeneracional aumentaría al año siguiente lo necesario para compensar un 20 % de la desviación y seguiría aumentando anualmente hasta cerrar la brecha o hasta que medidas adicionales fuesen adoptadas.
<b>B MEDIDAS POR EL LADO DE LOS GASTOS</b>					
Revalorización de las pensiones con el IPC	2,7	2,7 (a)	2,7 (a)	2,7 (a)	
Derogación del factor de sostenibilidad	0,8	0,8 (a)	0,8 (a)	0,8 (a)	
Incentivos a postergar la edad de jubilación más allá de la edad legal	-0,8	-1,5	-0,1	—	
Nuevo esquema de penalización a las jubilaciones anticipadas	0,0	0,0	0,0	0,0	El nuevo esquema tiene un efecto relevante únicamente para los trabajadores que acceden a la jubilación con la pensión máxima, pero se han establecido cláusulas que diluyen este efecto. En primer lugar, los nuevos coeficientes para estas pensiones entran en vigor en 2024 y existe un período transitorio de diez años, durante el cual el crecimiento de la penalización es gradual. En segundo lugar, el incremento de los coeficientes solo se aplicará si el incremento de la pensión máxima absorbe el aumento de los coeficientes reductores, «de manera que la pensión reconocida no resulte en ningún caso inferior a la que habría correspondido con la aplicación de las normas vigentes en 2021». Si bien esta cláusula es susceptible de varias interpretaciones, parece disponer que los nuevos coeficientes no se implementarán si, aplicados a la pensión máxima de cada año, resultan en una pensión menor que la que derivaría de aplicar los coeficientes vigentes actualmente sobre la pensión máxima en vigor en 2021.

**FUENTES:** Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (2023), Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Fuente (2023a, 2023b) y Banco de España.

a Informe de Envejecimiento 2021.

Cuadro 2.2

**CUANTIFICACIÓN DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS ADOPTADAS EN LA REFORMA DE LAS PENSIONES (cont.)**

Descripción de la medida	Porcentaje del PIB en 2050				Observaciones
	AIReF	MISSyM	Fedea	Banco de España	
<b>B MEDIDAS POR EL LADO DE LOS GASTOS</b>					
Incremento de las pensiones de los autónomos	—	—	0,7	—	Fedea es la única institución que ha calculado el aumento de gasto por el incremento de las cotizaciones de los autónomos. Nótese que, dado que el sistema de pensiones provee de más de un euro de pensión por euro aportado, un aumento de la base de cotización implica un déficit actuarial para el sistema. Sin embargo, en la medida en que este déficit actuarial solo se realiza a largo plazo, la medida tiene efectos positivos sobre los ingresos netos en las primeras décadas de implementación.
Aumento de la pensión máxima	-0,4	0,1	0,1	0,0	La pensión máxima crecerá con el IPC más 0,115 pp entre 2024 y 2050. A partir de 2050 y hasta 2065, el exceso de crecimiento sobre el IPC será mayor, al objeto de recuperar parte de la brecha estipulada con respecto a la evolución de la base máxima de cotización. Para la AIReF, la medida reduce el gasto en pensiones porque en el escenario base de su modelo las pensiones máximas crecen con los salarios y, de este modo, crecen más deprisa que si lo hacen con el IPC más 0,115 pp.
Incremento de la pensión máxima	n.d.				
Modificación del período de cómputo de la base reguladora	0,0	0,2	0,2	—	Período transitorio establecido: 2026-2043. A partir de 2044, el período de cómputo de la base reguladora quedará fijado en los últimos 29 años de cotización, excluyendo los 24 meses más desfavorables. Entre 2026 y 2040, se tomará como período de cómputo la opción más favorable para el trabajador entre tomar los últimos 25 años de cotización y la combinación de un período creciente de últimos años por encima de 25 con la posibilidad de excluir un cierto número de meses de cotización más desfavorables. Entre 2041 y 2043 se mantienen las dos opciones mencionadas, si bien la referencia de los últimos 25 años de cotización irá aumentando a razón de 6 meses por año, comparándose con el resultado de considerar los últimos 29 años excluyendo los dos más desfavorables. Entre 2023 y 2025, se mantiene la fórmula vigente hoy en día, que considera los últimos 25 años de cotización antes de la pensión.
Aumento de las pensiones mínimas	0,0	0,1	0,3 (a)	0,2	Período transitorio establecido: 2024-2026. A partir de 2027, la cuantía mínima de las prestaciones de los pensionistas con cargas familiares, cuyo titular tenga al menos 65 años, no puede ser inferior al umbral de la pobreza calculado para un hogar compuesto por dos adultos. Para el resto de las pensiones contributivas, se ha fijado un incremento equivalente a la mitad del estipulado para las pensiones descritas anteriormente. Para las pensiones no contributivas, la referencia se ha establecido en el 75 % del umbral de la pobreza de un hogar unipersonal.
Medidas para la reducción de la brecha de género	—	—	—	—	Incremento del 10 % del complemento para la reducción de la brecha de género de las pensiones en 2024 y 2025, dirigido principalmente a mujeres que hayan tenido hijos, y mejora en la integración de las lagunas de cotización para las mujeres.

**FUENTES:** Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (2023), Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Fuente (2023a, 2023b) y Banco de España.

**a** Incluye el aumento del complemento para la reducción de la brecha de género.

con los escenarios que contempla el MISSyM, que sitúan el ahorro en 2050 entre 0,6 pp y 1,6 pp del PIB —su escenario central es una reducción del gasto de 1,5 pp—<sup>73</sup>.

- **Nuevo sistema de cotización de los trabajadores autónomos.** De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, la AIReF y el MISSyM, este nuevo sistema podría

<sup>73</sup> Los supuestos clave en los escenarios de ambas instituciones son el porcentaje de trabajadores que decide retrasar su jubilación para aprovechar los nuevos incentivos y el número de años de demora.

elevar los ingresos de la Seguridad Social en unos 0,4 pp o 0,5 pp del PIB en 2050, en la medida en que las bases de cotización de este grupo de trabajadores se igualen con sus ingresos netos<sup>74</sup>. No obstante, ninguna de estas instituciones cuantifica el impacto que el nuevo sistema podría tener en términos de gasto, como consecuencia de unas prestaciones más altas en el momento de la jubilación. En este sentido, las estimaciones de Fedea apuntan a que el incremento de los gastos en 2050 podría ser de una magnitud muy similar al aumento alcanzado en los ingresos.

- **Aumento de la base máxima de cotización por encima del crecimiento de los precios y recargo sobre los salarios por encima de aquella.** Bajo el supuesto de una inflación del 2 %, el incremento real de la base máxima alcanzaría el 22 % en 2040 y el 37,1 % en 2050, mientras que el recargo sobre los salarios más altos variaría entre un mínimo del 0,92 % en 2025 y un máximo del 7 % en 2045. Según las estimaciones del Banco de España, en conjunto, estas medidas elevarían los ingresos por cotizaciones sociales en unos 0,5 pp del PIB en 2050 —un incremento que podría llegar a unos 0,6 pp de acuerdo con los cálculos del MISSyM—. En todo caso, es importante resaltar que, aunque estas medidas suponen un fortalecimiento de los recursos del sistema de pensiones, también reducen la contributividad del sistema para los trabajadores afectados por el tope de cotización. En este sentido, un trabajo reciente del Banco de España pone de relieve, utilizando los datos de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL), que los hombres, los trabajadores de mediana edad y los empleados de empresas grandes son los colectivos cuya base de cotización está más frecuentemente limitada por el máximo establecido<sup>75</sup>.
- **Mecanismo de equidad intergeneracional.** El tipo de cotización asociado a este mecanismo se ha fijado en un 0,6 % en 2023 y ascenderá 0,1 pp al año hasta alcanzar el 1,2 % en 2029, manteniéndose en ese nivel hasta el año 2050. Los ingresos vinculados a esta medida podrían cifrarse entre unos 0,4 pp del PIB —de acuerdo con la AIReF— y unos 0,5 pp del PIB —según las estimaciones del Banco de España—, una vez que el tipo de cotización se sitúe en el 1,2 %. Estos ingresos nutrirán el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, sobre el que se ha fijado una senda que limita sus desembolsos a partir del año 2033<sup>76</sup>.
- **Umrales para las pensiones mínimas cuyo titular tenga familiares a cargo y para las prestaciones no contributivas.** A partir de 2027, las primeras no podrán ser inferiores al 60 % de la renta mediana de un hogar de dos adultos, mientras que las segundas deberán alcanzar el 75 % del umbral de la pobreza de un hogar unipersonal<sup>77</sup>. Esta medida se dirige a mejorar la suficiencia de las prestaciones más bajas. De acuerdo con las

74 Durante los primeros tres años del período transitorio establecido para este nuevo sistema, el efecto de este sobre los ingresos de la Seguridad Social será pequeño, ya que el incremento en la cuota establecido para los trabajadores con los ingresos más altos ha sido compensado por una reducción de la de aquellos con los ingresos más bajos.

75 Anghel, Puente y Ramos (2023), de próxima publicación.

76 En 2033, las disposiciones de este fondo no podrán superar el 0,1 % del PIB. Este límite aumenta a lo largo del tiempo, hasta alcanzar el 0,91 % del PIB en el año 2047. Posteriormente, se reduce hasta el 0,5 % del PIB en 2053.

77 Para el resto de las pensiones contributivas mínimas, se ha fijado un incremento equivalente a la mitad del estipulado para las pensiones mínimas cuyo titular tenga familiares a cargo.



estimaciones del Banco de España, tomando como referencia el valor actual de dichos umbrales, el incremento previsto se situaría en torno al 12 % en la pensión mínima de jubilación con cónyuge a cargo cuyo titular sea mayor de 65 años, al 20 % en las prestaciones de viudedad con cargas familiares y al 12 % en las pensiones no contributivas. En términos del gasto en pensiones, estas medidas podrían suponer un incremento de este de unos 0,2 pp del PIB<sup>78</sup>.

- **Modificación del período de cálculo de la base reguladora.** La medida añade a la fórmula actual —que considera los últimos 25 años de cotización— la posibilidad de extender el período de cálculo descartando un determinado número de meses con las cotizaciones más bajas. A partir de 2044, el período de cálculo quedará fijado en los últimos 29 años de cotización, excluyendo los 24 meses más desfavorables, lo que beneficiará a las carreras de cotización menos estables. Tomando como referencia los datos de la MCVL de 2019, las estimaciones del Banco de España apuntan a que la configuración final del período de cálculo de la base reguladora podría suponer un aumento de la pensión inicial media del 0,3 % con respecto a la fórmula actual<sup>79</sup>.

**El análisis conjunto de los principales cambios normativos introducidos en nuestro sistema de pensiones desde 2021 —si bien está sujeto a una elevada incertidumbre— apunta a que, previsiblemente, será necesario adoptar nuevas medidas a partir de 2025 para reforzar su sostenibilidad financiera.** Como ya se ha mencionado, la estimación del impacto que las distintas actuaciones desplegadas en los últimos años podrían tener sobre los gastos y los ingresos del sistema de pensiones español a lo largo de las próximas décadas se encuentra sometida a una extraordinaria incertidumbre. En todo caso, el amplio abanico de estimaciones —del Banco de España y de otras instituciones— que están disponibles en la actualidad sugiere que, como resultado de los diversos cambios normativos adoptados desde 2021, nuestro sistema de pensiones probablemente deberá afrontar mayores obligaciones de gasto a largo plazo, que no han sido plenamente compensadas por el lado de los ingresos. En este contexto, en el marco del mecanismo automático de ajuste establecido recientemente, podría ser necesario que, a partir de 2025, se adoptaran nuevas medidas para reforzar la sostenibilidad financiera del sistema de pensiones<sup>80</sup>. No obstante, es importante subrayar que la decisión en cuanto a una eventual activación de dicho mecanismo dependerá, entre otros factores difíciles de precisar en la actualidad, de la evaluación formal de las medidas de ingresos que la AIReF realizará en marzo de 2025 y de la senda de gasto en pensiones que recoja el *Informe de Envejecimiento* que se publicará en la primavera de 2024.

78 Esta estimación descansa en los microdatos de la MCVL de 2021 y en el importe de las prestaciones no contributivas observado en 2023. Nótese que la AIReF estima un coste limitado de esta medida, ya que el crecimiento previsto de las cuantías mínimas y de las pensiones no contributivas estaría en línea con el planteado en su modelo de proyección.

79 Este cálculo descansa en la muestra y en la metodología de Muñoz-Julve y Ramos (2022).

80 Desde la óptica del mecanismo automático de ajuste, los cálculos más recientes de la AIReF relativos a las medidas de ingresos sitúan el crecimiento de los recursos de la Seguridad Social en el 1 % del PIB en promedio entre 2022 y 2050, mientras que el gasto en pensiones en el escenario base de la Autoridad Fiscal alcanzaría el 15,1 % del PIB de media durante el mismo período. En estas circunstancias, el mecanismo automático de ajuste entraría en acción al objeto de corregir una desviación de 0,8 pp del PIB.

**Una fuente de incertidumbre adicional es el posible impacto que las medidas de ingresos adoptadas en 2023 podrían tener sobre el empleo, los salarios y la competitividad de la economía española.** Las estimaciones recogidas en el cuadro 2.2 no incorporan el posible efecto que el incremento en los costes laborales que se deriva de algunos de los cambios normativos aprobados recientemente podría tener sobre el empleo, los salarios o la competitividad de nuestra economía. La cuantificación de dichos impactos es compleja y extraordinariamente incierta. En este sentido, la literatura económica no ofrece una respuesta concluyente, por ejemplo, a cuál es la elasticidad precisa con la que el empleo agregado podría responder ante un aumento en las cotizaciones sociales en las circunstancias actuales<sup>81</sup>. Un ejercicio de simulación con el MTBE sugiere que un incremento de un punto porcentual en el tipo efectivo medio de las cotizaciones sociales<sup>82</sup> podría generar, al cabo de cuatro años, una caída en el número de ocupados cercana al 0,25 %<sup>83</sup>, lo que supondría un riesgo a la baja no despreciable sobre las estimaciones de ingresos (*ex ante*) recogidas en el cuadro 2.2. No obstante, otros trabajos analíticos apuntan a elasticidades sensiblemente diferentes, tanto al alza como a la baja<sup>84</sup>.

**Todo ello recomienda, especialmente teniendo en cuenta la relevancia de los cambios implementados, una evaluación rigurosa, continua y transparente de la magnitud de sus efectos, incluyendo sus consecuencias sobre la equidad intergeneracional.** En particular, sería deseable contar con análisis *ex post* que revelen el alcance de los incentivos a posponer la edad de jubilación, ya que estos constituyen la principal palanca de contención del gasto en pensiones en el futuro. Asimismo, convendría estudiar los posibles efectos sobre el mercado de trabajo y la competitividad de las empresas españolas derivados del incremento establecido sobre las cotizaciones sociales, ya que, como se ha señalado anteriormente, estos podrían suponer una minoración de los impactos sobre los ingresos estimados *ex ante*. Del mismo modo, en la medida en que dichos incrementos no redundarán en mayores derechos de pensión, se desplegarán de forma progresiva —lo que generará heterogeneidad en el impacto entre las distintas cohortes— y, en algunos casos, difieren a lo largo de la distribución de salarios, puede resultar conveniente analizar sus consecuencias redistributivas y en términos de equidad intergeneracional, con el fin de dotar de transparencia al sistema. Por último, es fundamental vigilar la evolución del nivel de las prestaciones a lo largo del tiempo, especialmente el de las pensiones mínimas y no contributivas, con el fin de garantizar la suficiencia económica de todos los ciudadanos durante la vejez.

**Por último, es importante reseñar que, en paralelo a la reforma del sistema público de pensiones, en los últimos años se han adoptado diversas medidas para impulsar los planes de pensiones ligados al puesto de trabajo, en detrimento de los incentivos**

81 Para un metaanálisis sobre el impacto de las cotizaciones sociales en los salarios y el empleo, véase [Melguizo y González-Páramo \(2013\)](#).

82 De acuerdo con la AIReF, el aumento del tipo efectivo alcanzará unos 2,7 pp una vez que los cambios acordados en las cotizaciones sociales estén completamente desplegados (sin incluir el mecanismo de ajuste automático).

83 Estimaciones similares realizadas por la AIReF arrojan resultados parecidos. Véase el recuadro 2 en [AIReF \(2023\)](#).

84 Por ejemplo, [Saez, Matsaganis y Tsakloglou \(2012\)](#), [Bennmarker, Mellander y Öckert \(2009\)](#), [Korkeämaki y Uusitalo \(2009\)](#), [Benito y Hernando \(2008\)](#) y [Boscá, Doménech y Ferri \(2009\)](#).

**asociados a los planes de pensiones individuales**<sup>85</sup>. Entre estas actuaciones destacan la creación de fondos de pensiones de empleo de promoción pública, el establecimiento de mecanismos —a través de la negociación colectiva— para extender la población cubierta por planes empresariales, la introducción de incentivos fiscales dirigidos a impulsar este tipo de instrumentos colectivos y la reducción simultánea de los incentivos asociados a los planes del sistema individual<sup>86</sup>. Esta disminución relativa de los beneficios fiscales de los planes individuales y, en particular, la rebaja en los límites de aportaciones que generan una reducción en la base imponible del IRPF situarían a España, de acuerdo con un informe reciente, como uno de los países en la UE con un marco fiscal menos favorable en lo referente a dichos planes<sup>87</sup>. Esto podría explicar, al menos en parte, la notable caída en las aportaciones a los planes individuales observada desde 2020. En particular, en 2022 las aportaciones al sistema individual habrían caído en un 60,4 % con respecto a dicho año, mientras que las aportaciones al sistema de empleo habrían descendido un 6,4 %. De este modo, el conjunto de aportaciones a sistemas de pensiones privados habría caído en un 48,5 % durante este período. De cara al futuro, resulta imprescindible evaluar en qué medida estos desarrollos presentan una naturaleza transitoria o permanente, y analizar si pudiera ser necesario ajustar la regulación de los distintos planes de pensiones. Todo ello para tratar de preservar el papel tan relevante que el ahorro privado ha de desempeñar, como complemento de las prestaciones ofrecidas por el sistema público de reparto, para hacer frente a los retos de futuro que plantea el envejecimiento poblacional.

### 3.1.2.2 Sendas futuras para la evolución de la deuda pública bajo distintos escenarios

**El Banco de España ha desarrollado varias herramientas analíticas que permiten determinar la senda futura de la ratio de endeudamiento público bajo distintos supuestos respecto a la evolución de la política fiscal y del entorno macrofinanciero.** En estos modelos, las dinámicas de la deuda pública a medio y a largo plazo son, en términos generales, el resultado del comportamiento futuro que se asume para una serie de variables clave —entre otras, la tasa de crecimiento del PIB real, la inflación o los costes de financiación de la deuda pública— y de las múltiples relaciones económicas que existen entre ellas<sup>88</sup>. Para obtener una caracterización más completa de estas dinámicas, en un trabajo reciente del Banco de España también se incorpora explícitamente en los modelos la incertidumbre que existe en cuanto a la evolución del entorno macrofinanciero durante el horizonte de simulación.

85 Ley 12/2022, de 30 de junio, de regulación para el impulso de los planes de pensiones de empleo, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre.

86 Las reducciones en el IRPF por las aportaciones, contribuciones y primas satisfechas a planes de pensiones, mutualidades de previsión social, planes de previsión asegurados, planes de previsión social empresarial y seguros privados que cubran exclusivamente el riesgo de dependencia severa o gran dependencia tienen un límite máximo calculado como la menor entre dos cuantías: el 30 % de la suma de los rendimientos netos del trabajo y de actividades económicas y una cantidad establecida. Esta última cantidad, hasta el año 2020, estaba fijada en 8.000 euros. En 2021 se redujo a 2.000 euros con la posibilidad de incrementarla en 8.000 euros si tal incremento provenía de contribuciones empresariales. En 2022 se redujo a 1.500 euros con la posibilidad de aumentarla en 8.500 euros si el aumento provenía de contribuciones empresariales o de aportaciones del trabajador al mismo instrumento de previsión social por importe igual o inferior a unas cantidades determinadas en función de la respectiva contribución empresarial.

87 Instituto de Estudios Económicos (2022).

88 Véase, por ejemplo, Hernández de Cos, López Rodríguez y Pérez (2018).

Para ello, se utiliza evidencia empírica reciente que permite calibrar la magnitud y la recurrencia de las posibles perturbaciones que podrían afectar en el futuro a las principales variables que condicionan las sendas de deuda pública<sup>89</sup>.

**En los próximos años, el endeudamiento público permanecerá en niveles muy cercanos a los actuales, o incluso superiores, salvo que se implemente un plan de saneamiento presupuestario ambicioso.** De acuerdo con los ejercicios de simulación elaborados por el Banco de España, si en los próximos años no se acometiera ningún ajuste fiscal en nuestro país y no se activara el mecanismo de ajuste automático en el sistema de pensiones recientemente aprobado —que prevé la adopción de nuevas medidas o un incremento de las cotizaciones sociales cuando el gasto en pensiones se desvía de una senda de referencia—, la ratio de deuda pública sobre el PIB se elevaría de forma continuada, hasta situarse en el entorno del 120 % en 2040 (escenario 1; véase gráfico 2.13.1). De hecho, en este escenario, al final del horizonte de la simulación, la deuda pública española se encontraría por encima del 98 % del PIB —el nivel que esta registraba en 2019, antes del estallido de la pandemia— con casi un 80 % de probabilidad. En un escenario alternativo, en el que no se llevara a cabo ningún ajuste fiscal, pero sí se activara el mecanismo automático previsto en la última reforma del sistema de pensiones, la deuda pública permanecería relativamente estable en los próximos años —si bien en unos niveles comparativamente muy elevados—, aunque volvería a situarse en una tendencia creciente al final del horizonte de la simulación (escenario 2; véase gráfico 2.13.2)<sup>90</sup>.

**Con la implementación de un plan de consolidación fiscal y de un paquete de reformas estructurales ambiciosas, la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas se vería sensiblemente reforzada en los próximos años.** En efecto, a modo de ejemplo, si la economía española consiguiera reducir en promedio anual su déficit estructural primario en 0,5 pp del PIB<sup>91</sup>, la ratio de deuda pública se situaría en una senda decreciente a medio plazo y podría caer hasta el 78 % del PIB en 2040 (escenario 3; véase gráfico 2.13.3). Además, en el caso de acompañar este esfuerzo fiscal con un plan de reformas estructurales que condujese a un mayor crecimiento del producto potencial, la ratio de deuda pública sobre PIB experimentaría una reducción adicional, hasta valores cercanos al 74 % en 2040 (escenario 4; véase gráfico 2.13.4). En este escenario, incluso teniendo en cuenta la incertidumbre que rodea al entorno macrofinanciero, la ratio de deuda pública española se encontraría por debajo del 98 % del PIB en 2040 con una probabilidad superior al 85 %.

89 Alloza, Martínez-Pagés y Varotto (2023).

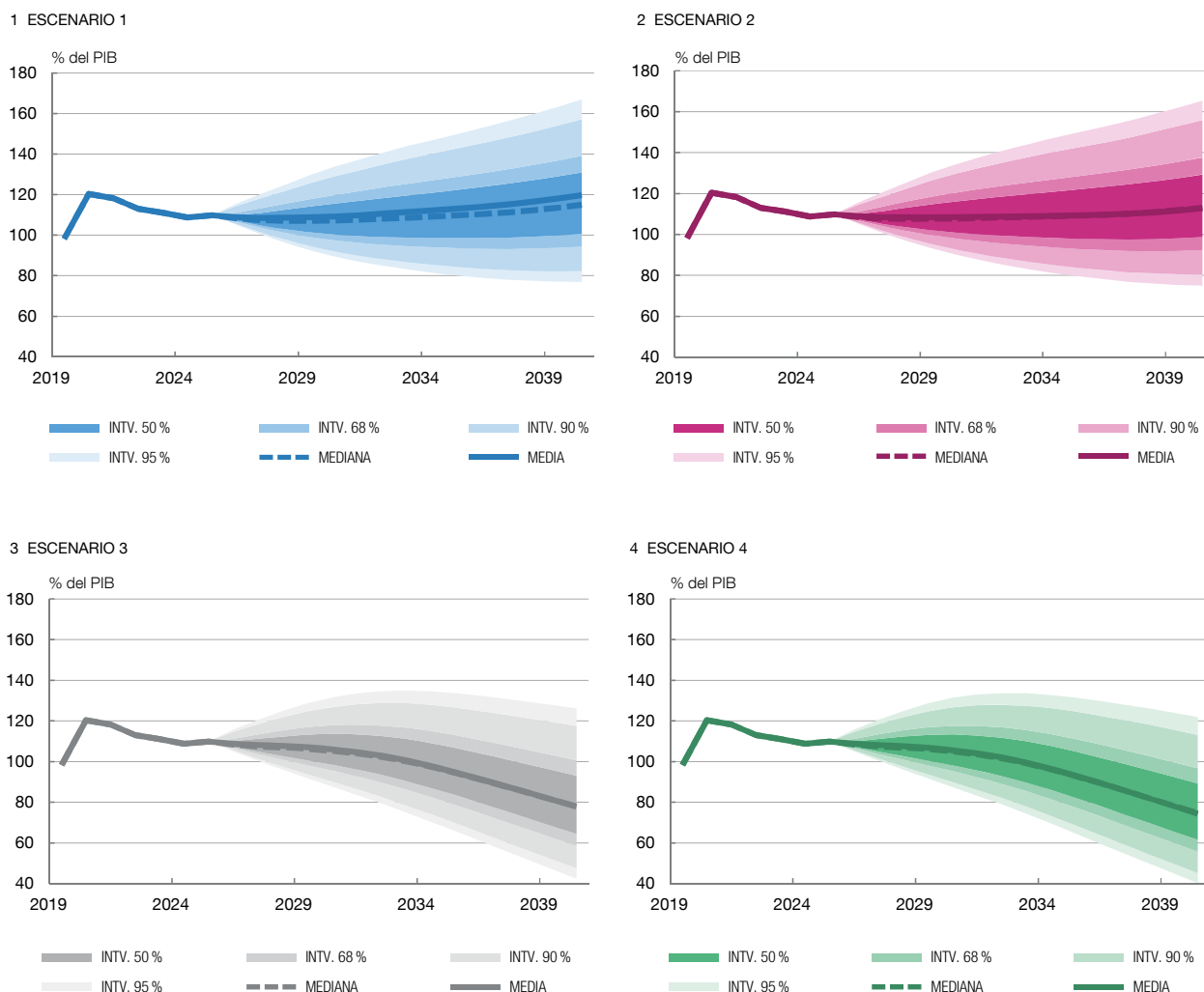
90 En estos escenarios, como ya se ha mencionado anteriormente, existe una considerable incertidumbre en cuanto al posible impacto que las medidas de ingresos adoptadas en 2023 podrían tener sobre el empleo, los salarios y la competitividad de la economía española.

91 En este escenario se considera un ajuste fiscal de 0,5 pp hasta el año 2034, momento a partir del cual las autoridades mantendrían un saldo estructural primario constante. A modo de comparación, la Actualización del Programa de Estabilidad 2023-2026, recientemente presentada por las autoridades españolas, considera una reducción del saldo estructural primario de la economía española de 1,6 puntos de PIB en términos acumulados entre 2022 y 2026, hasta alcanzar un saldo estructural primario positivo en 2026.

Gráfico 2.13

### LA AUSENCIA DE UN PLAN DE CONSOLIDACIÓN SITUARÍA LA SENDA DE DEUDA PÚBLICA EN UNA TRAYECTORIA ASCENDIENTE (a)

Considerando la incertidumbre proveniente del entorno macrofinanciero, la debilidad actual de las finanzas públicas y la previsión de los costes futuros relacionados con el envejecimiento llevarían a la ratio de deuda pública a una dinámica creciente al final del horizonte de simulación. Un plan de consolidación ambicioso podría reconducir esta senda hacia niveles más sostenibles.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal y Banco de España.

a Todos los escenarios incluyen un deterioro del saldo estructural primario hasta 2040 debido a los costes de envejecimiento (pensiones, sanidad y cuidados a largo plazo). El escenario 1 se refiere a una política fiscal que realiza un esfuerzo coherente con las nuevas medidas contenidas en la reforma del sistema de pensiones de 2023, pero sin contemplar la activación del mecanismo automático de aumento de ingresos por cotizaciones sociales destinado a corregir las desviaciones en el gasto en pensiones. El escenario 2 parte del anterior, pero sí contempla la activación de dicho mecanismo automático. Alternativamente, el escenario 3 asume una política fiscal que realiza un ajuste adicional del saldo estructural primario de 0,5 pp del PIB potencial cada año hasta llegar a equilibrar el saldo estructural total. El escenario 4 modifica el escenario 3 con un crecimiento del PIB potencial a largo plazo del 1,9% (en vez del 1,4% asumido en el resto de los escenarios).



### 3.1.3 El necesario plan de consolidación fiscal

**La economía española debería iniciar, ya en 2023, un proceso de consolidación fiscal que suponga una reducción gradual del déficit estructural de nuestras cuentas**

**públicas.** Las perspectivas a corto, medio y largo plazo de las cuentas públicas españolas —descritas en las subsecciones anteriores— están caracterizadas por la persistencia en el tiempo de unos niveles de endeudamiento público muy elevados. Esto supone unos menores márgenes de actuación fiscal ante posibles perturbaciones macrofinancieras adversas que pudieran producirse en el futuro y una considerable fuente de vulnerabilidad para nuestro país. Esta vulnerabilidad podría resultar particularmente relevante en la coyuntura actual, en la que se ha venido produciendo un intenso proceso de endurecimiento de la política monetaria, han surgido algunas tensiones en los mercados financieros y persiste una enorme incertidumbre, tanto sobre el escenario económico global como sobre el entorno geopolítico. La APE proyecta una reducción del déficit público estructural de dos décimas de PIB en 2023.

**A corto plazo, el despliegue de los fondos europeos NGEU podría amortiguar la posible ralentización económica que se derivaría del comienzo de este proceso de consolidación fiscal.** Por la manera en la que las autoridades europeas han diseñado el programa NGEU, el uso de los fondos asociados a este mecanismo no comporta un aumento del déficit público actual para los Estados miembros. Pero sí puede suponer, en función de cómo se asignen dichos recursos, un estímulo para la actividad a corto plazo —además de su capacidad para incrementar, también, el potencial de crecimiento de la economía a medio y largo plazo—. En particular, de acuerdo con las últimas proyecciones del Banco de España, el despliegue del programa NGEU en nuestro país podría contribuir en 0,6 pp al crecimiento del PIB en 2023. Este impulso fiscal más que compensaría el impacto negativo que supondría sobre la actividad de este mismo año el inicio de una reducción gradual del déficit público estructural.

**Además, el inicio de este proceso de refuerzo paulatino de las finanzas públicas podría ser compatible con el mantenimiento de algunas medidas de apoyo fiscal a los colectivos más vulnerables.** A lo largo de los últimos trimestres, el Banco de España, el BCE y otras instituciones internacionales han venido argumentando que, para hacer frente al repunte de la inflación y a la crisis energética, era importante evitar un impulso fiscal generalizado que intensificara las ya elevadas presiones inflacionistas. Y también que era deseable que, en esta materia, las medidas desplegadas por las autoridades fueran temporales, estuvieran focalizadas en los colectivos más vulnerables y minimizaran las distorsiones sobre las señales de precios y sobre los incentivos de los agentes económicos —por ejemplo, de cara a consumir menos energía—. Más recientemente, en la medida en que los precios de la energía se han reducido de manera significativa y la actividad económica ha mostrado una considerable resiliencia, resultaría conveniente empezar a retirar las distintas medidas desplegadas, con prontitud y de manera concertada. No obstante, dado que una gran parte de esas actuaciones fueron, en realidad, relativamente generalizadas, sería posible retirarlas y conseguir un significativo ahorro fiscal, aun a pesar de que se introdujeran o se mantuvieran algunas iniciativas que estuvieran focalizadas en los grupos de hogares y empresas más vulnerables. Un estudio reciente del Banco de España, [García-Miralles \(2023\)](#), ilustra cómo sería posible cumplir ese doble objetivo en el caso de la economía española.

**Además de la orientación de la política fiscal en 2023, con una perspectiva temporal más amplia, resulta necesario el diseño y ejecución de un plan multianual de consolidación presupuestaria.** Sería deseable que dicho plan, en el que tendrían que participar todas las AAPP, se enmarcara en un cuadro macroeconómico prudente y detallara las medidas de ingresos y gastos que permitan el saneamiento gradual de las cuentas públicas. Esto permitiría no solo reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas, sino también incrementar la confianza y la certidumbre en torno a las políticas económicas. La APE proyecta una reducción del saldo estructural total de 1,1 puntos de PIB acumulados entre 2022 y 2026, que se eleva a 1,6 puntos en términos del saldo estructural primario. Junto con la mejora cíclica anticipada por el Gobierno, esto situaría el déficit público en el 2,5% del PIB en 2026 (3 % en 2024) y la deuda pública en el 108 % del PIB en 2025.

**Las siguientes consideraciones, relativas a los gastos y a los ingresos públicos, podrían servir de guía para el diseño de semejante estrategia de consolidación.** El reto de dicha estrategia de reducción gradual del déficit público estructural es compaginar la revisión integral de la eficiencia del gasto público y del sistema impositivo. Para un mayor grado de detalle sobre estos aspectos, que se unen a los ya comentados en la sección anterior en relación con los ingresos y los gastos del sistema de pensiones, véanse el [capítulo 2 del Informe Anual 2021](#) del Banco de España y [Hernández de Cos \(2022\)](#).

#### **Por el lado de los gastos:**

- **Resulta imprescindible identificar todos aquellos capítulos presupuestarios en los que es posible aumentar la eficiencia del gasto.** En este ámbito, sería conveniente seguir avanzando en la incorporación explícita en la política presupuestaria de algunas de las recomendaciones que la AIReF ha realizado en los últimos años en cuanto a la posibilidad de mejorar la eficiencia en distintos capítulos de gasto muy relevantes —como las políticas activas de empleo, las subvenciones, los beneficios fiscales, el gasto hospitalario y los incentivos a la contratación—<sup>92</sup>.
- **Es preciso optimizar la distribución del gasto público entre partidas para promover un crecimiento económico más robusto y equitativo.** En este sentido, cabe reseñar que el gasto en educación, sanidad e inversión pública —partidas que son fundamentales tanto para impulsar el crecimiento económico como para reducir la desigualdad— ha sido menor en España que en el conjunto de la UE de forma continuada a lo largo de los últimos años<sup>93</sup>.

92 Para las recomendaciones formuladas por la AIReF, véase *Spending Review*. Para el seguimiento que el Gobierno realiza de dichas recomendaciones, véase *Informe de seguimiento de las recomendaciones de los Spending Reviews*.

93 El gasto público en educación en España se situó en el 4,2% del PIB en el promedio de la última década, 0,6 pp por debajo de la media de la UE (0,8 pp cuando se excluye el período afectado por la pandemia). Por otro lado, el gasto en inversión pública en España se situó en torno al 2,4% del PIB durante el mismo período, 0,7 pp por debajo de la media europea.

## Por el lado de los ingresos:

- **Es necesario llevar a cabo una revisión integral del sistema tributario español para valorar si, en conjunto, las distintas figuras impositivas alcanzan sus objetivos de la manera más eficaz y eficiente posible.** Un punto de partida útil para este análisis puede ser el *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria* —presentado en marzo de 2022—, que realiza un diagnóstico exhaustivo del sistema tributario español y plantea un conjunto de medidas para una eventual reforma futura del sistema.
- **Podría resultar adecuado, por motivos de eficiencia y de equidad<sup>94</sup>, otorgar un mayor peso relativo en nuestro sistema tributario a la imposición sobre el consumo —que es relativamente baja en España en comparación con otras economías europeas—<sup>95</sup> frente a la que grava la renta.** Los efectos distributivos de esta estrategia podrían neutralizarse mediante diversos paquetes compensatorios destinados a los colectivos más vulnerables —por ejemplo, a través de ajustes en la imposición sobre la renta personal o mediante distintos esquemas de transferencias—.
- **Se debería revisar el significativo gasto que implican los beneficios fiscales establecidos en la tributación sobre el consumo —unos 53 mm de euros en 2022— y valorar si estos cumplen de manera eficaz y eficiente los objetivos que justificaron su introducción.** Los efectos distributivos que se derivarían de una eventual reducción de estos beneficios también podrían, como en el caso anterior, compensarse mediante distintas estrategias fiscales focalizadas en los grupos poblaciones más vulnerables<sup>96</sup>.
- **Los ambiciosos objetivos climáticos asumidos por nuestro país apuntan a la necesidad de mejorar y de elevar la fiscalidad medioambiental —en la que España presenta un diferencial recaudatorio persistentemente negativo en comparación con otras economías europeas—<sup>97</sup>.** Este instrumento, coordinado a escala internacional, constituye un mecanismo eficiente para reducir los efectos negativos asociados al cambio climático e incentivar la transición ecológica. Como en los casos anteriores, una posible elevación de la fiscalidad medioambiental debería acompañarse de medidas compensatorias —algunas de ellas eminentemente transitorias— que mitigaran los efectos de esta política sobre determinados grupos de familias y empresas particularmente expuestas a la transición ecológica<sup>98</sup>.

94 Véanse, por ejemplo, [Correia \(2010\)](#) y [Nguyen, Onnis y Rossi \(2021\)](#).

95 En el promedio de los últimos diez años, la recaudación proveniente de impuestos como el IVA y similares ha sido 0,8 pp inferior en España a la del promedio ponderado de la UE, una diferencia que asciende a 1,5 pp cuando se tiene en cuenta la media aritmética de este conjunto de países.

96 El *Spending Review* de la AIREF y el *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria* han señalado la ineficiencia y el elevado coste que supone aplicar una política redistributiva a través de un uso profuso de tipos reducidos y superreducidos en el impuesto sobre el valor añadido (IVA). En este sentido, un IVA de tipo único, combinado con transferencias o impuestos negativos en el IRPF a los hogares con menor renta, permitiría alcanzar los mismos objetivos distributivos de manera más eficiente.

97 La brecha de recaudación por fiscalidad medioambiental en España, respecto a la media aritmética de la UE-27, se ha mantenido estable y cercana a 1 pp durante las dos últimas décadas ([Banco de España, 2022a](#)).

98 [Basso, Dimakou y Pidkuyko \(2023b\)](#).



- **La creciente digitalización y globalización de la actividad económica requiere seguir avanzando en la coordinación y en la armonización del sistema tributario a escala internacional.** Esta es la mejor garantía para evitar que se erosionen las bases fiscales y la competitividad de nuestra economía.

**En cualquier caso, al margen de este conjunto de consideraciones presupuestarias, es importante resaltar que el crecimiento económico es un elemento crítico en todo proceso de consolidación.** En este sentido, la implementación de un ambicioso paquete de reformas estructurales —que reduzcan algunas de las deficiencias que la economía española ha venido presentando persistentemente en las últimas décadas (véase epígrafe 2)— y una rigurosa selección de los proyectos de inversión que se financiarán con cargo al programa NGEU han de ser complementos indispensables de cualquier ajuste fiscal que persiga reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas españolas en los próximos años —(véanse gráfico 2.13.4 y Cuadrado, Izquierdo, Montero, Moral-Benito y Quintana (2022))—.

### 3.1.4 La reforma del marco de reglas fiscales y de gobernanza europea

**Existe un amplio consenso en cuanto a la necesidad de reformar el marco de gobernanza fiscal de la UE, que es un elemento fundamental en la arquitectura institucional europea.** Para garantizar la estabilidad macroeconómica y el correcto funcionamiento de la UEM, es imprescindible un marco de disciplina fiscal que promueva la sostenibilidad de las finanzas públicas. No obstante, en este ámbito, la actual infraestructura institucional europea presenta muchas deficiencias, y los sucesivos intentos por corregirlas a lo largo de las últimas décadas se han plasmado en un conjunto de reglas complejo y procíclico, que no ha evitado la acumulación de desequilibrios fiscales y macroeconómicos, y que no presenta grandes incentivos para su cumplimiento<sup>99</sup>.

**La Comisión Europea (CE) publicó el 26 de abril una propuesta legislativa para la reforma de este marco de gobernanza fiscal<sup>100</sup>.** El elemento central es la propuesta de la CE de consensuar con los Estados miembros —con carácter previo a su adopción definitiva por el Consejo de la UE— planes presupuestarios multianuales que tengan, como objetivo principal, garantizar que las ratios de deuda pública se sitúen en una senda descendente o permanezcan en niveles prudentes<sup>101</sup>. En este marco, centrado en la sostenibilidad fiscal a medio plazo, la CE propone hacer operativos los compromisos fiscales acordados mediante la introducción de una regla de gasto. El propósito fundamental de dicha regla sería establecer límites al gasto durante las épocas de bonanza que contribuyan a generar colchones fiscales que puedan utilizarse en las épocas de crisis. Dicha regla se complementaría con

99 Alloza, Andrés, Burriel, Kataryniuk, Pérez y Vega (2021).

100 Comisión Europea (2022).

101 En este contexto, la CE mantiene como valor de referencia una ratio de deuda sobre el PIB del 60% y sigue considerando necesario que los déficits públicos se sitúen por debajo del valor de referencia del 3% a medio plazo.

salvaguardias<sup>102</sup> sobre las trayectorias de deuda pública y sobre el crecimiento del gasto público en función del PIB potencial. Por otra parte, la CE plantea que el plazo de los programas de ajuste fiscal que se acordarían con los Estados miembros para asegurar una trayectoria descendente de su deuda pública, cuya duración se establece en cuatro años, podría ampliarse hasta un máximo de tres años adicionales si se realizan reformas estructurales e inversión pública que incidan positivamente en el crecimiento potencial y mejoren la sostenibilidad de la deuda.

**La propuesta de la CE supone un paso fundamental para culminar el proceso de revisión del actual marco de reglas fiscales europeas.** En la propuesta de la CE han de valorarse positivamente, entre otros aspectos, que el foco del debate se sitúe en la sostenibilidad de la deuda, que se plantee una regla de gasto como instrumento de ajuste fundamental —dado que el gasto es la principal variable bajo el control de las autoridades fiscales—, que se tenga en cuenta —a través de períodos de ajuste más prolongados— la necesidad de llevar a cabo cuantiosas inversiones en los próximos años para avanzar, por ejemplo, en la transición climática y digital de la economía, y que se prevea una mayor heterogeneidad entre países —tanto en sus objetivos como en el diseño de su senda de consolidación fiscal—. También es positivo que la propuesta incluya la necesidad de un dictamen por parte de las instituciones fiscales nacionales independientes acerca de la idoneidad de las medidas adoptadas y previstas respecto a los objetivos establecidos en los programas de ajuste fiscal acordados.

**No obstante, la propuesta de la CE también plantea algunos interrogantes.** A pesar de incluir ciertos elementos, como el fortalecimiento de la responsabilidad nacional en el cumplimiento de las reglas fiscales y una revisión de las sanciones<sup>103</sup>, el nuevo marco también debería incorporar un sistema más claro de incentivos para remediar el comportamiento procíclico de las finanzas públicas y favorecer un ritmo más acelerado de consolidación durante las épocas de bonanza. Además, la propuesta de la CE podría resultar poco efectiva de cara a conseguir una reducción apreciable de la elevada complejidad que caracteriza a las actuales reglas fiscales. En efecto, la aplicación práctica de los análisis de la sostenibilidad de la deuda, con el propósito de fundamentar decisiones de política fiscal, es una tarea que presenta notables fuentes de complejidad<sup>104</sup>. Por otra parte, hay aspectos en la propuesta de la CE que no están suficientemente detallados, como los criterios técnicos que se deben cumplir para que se conceda a un Estado miembro la extensión del plazo de tres años para la consecución de su plan de ajuste.

102 Estas salvaguardias consisten en: 1) asegurar que el esfuerzo de ajuste no se posponga al final de la trayectoria; 2) que la ratio de deuda pública respecto al PIB al final del horizonte temporal del plan de ajuste sea inferior a la correspondiente ratio de deuda del año previo al del comienzo de la trayectoria de ajuste, y 3) que el crecimiento del gasto neto nacional se mantenga por debajo del crecimiento del PIB potencial a medio plazo durante el período de vigencia del plan, de forma análoga a la actual regla de gasto.

103 En la propuesta legislativa se descartan las sanciones de reputación incluidas en la propuesta inicial de la CE, recogida en la comunicación de noviembre de 2022, y se redefinen las multas para aumentar los incentivos al cumplimiento, eliminando la previsión de un importe mínimo y acumulando las multas cada seis meses hasta que se tomen medidas efectivas, hasta un máximo del 0,5 % del PIB.

104 Véase, por ejemplo, [Heimberger \(2023\)](#).

**En cualquier caso, además de este proceso de revisión de las reglas fiscales —que debería conducir a la adopción de un nuevo marco en los próximos meses—, existe un considerable margen de mejora para seguir reforzando la infraestructura institucional europea y su gobernanza económica.** En particular, entre otras medidas, sería deseable establecer un instrumento de financiación europeo común que incluya las inversiones necesarias para cumplir objetivos comunes, por ejemplo, en el ámbito de las transiciones ecológica y digital<sup>105</sup>. Asimismo, sería conveniente la creación de un sistema de seguro de desempleo europeo y de una capacidad fiscal central permanentes. En esta línea, se podrían ampliar algunas de las iniciativas adoptadas durante la pandemia, como el programa SURE<sup>106</sup>. También se podría revisar el marco temporal del programa NGEU, para limitar el riesgo de que puedan interrumpirse algunas de las inversiones que son fundamentales para la digitalización, la lucha contra el cambio climático o la Autonomía Estratégica Abierta<sup>107</sup> de la UE. Todo ello sin olvidar los importantes avances que aún son necesarios para la culminación de la unión bancaria y de la unión de los mercados de capitales.

### 3.2 Las vulnerabilidades de los hogares

**Es crucial prestar atención al impacto diferencial que los desarrollos económicos ejercen sobre distintos grupos poblacionales.** En efecto, es frecuente que la evolución de los principales agregados macroeconómicos enmascare una notable heterogeneidad en las dinámicas que estos presentan para distintos tipos de hogares y empresas. En este sentido, existe una amplia evidencia en la literatura académica que señala que estas diferencias pueden, en función de su magnitud y de su persistencia, acabar teniendo implicaciones agregadas relevantes. Por ejemplo, en la medida en que supongan la acumulación de vulnerabilidades en ciertos colectivos de la población, y un nivel elevado de desigualdad, algunos desarrollos macrofinancieros podrían reducir el grado de cohesión social e incrementar la conflictividad, lo que repercutiría negativamente sobre la seguridad de las inversiones<sup>108</sup>, los incentivos al trabajo y las oportunidades de las generaciones futuras<sup>109</sup>.

**En los últimos años, el Banco de España ha venido contribuyendo de forma muy activa a la identificación de estos impactos diferenciales en la economía española.** En particular, a partir del análisis de bases de datos con información muy granular, se han publicado trabajos, entre otras cuestiones, sobre:

105 Véase, por ejemplo, Bianchi, Melosi y Rogantini Picco (2022).

106 Véanse Alonso (2023) y Burriel, Kataryniuk y Pérez (2022) para un análisis de los beneficios de este programa, tanto en términos de estabilización macroeconómica como en términos de ahorro de costes para las finanzas públicas.

107 Para más detalles sobre las diversas iniciativas que la UE ha emprendido en los últimos años para reforzar su Autonomía Estratégica Abierta ante el incremento de los riesgos de fragmentación comercial y financiera a nivel global, véase Ioannou y Pérez (2023).

108 Véanse, por ejemplo, Grossman (1991) y Dijkstra, Poelman y Rodríguez-Pose (2020).

109 Entre otros, véanse Persson y Tabellini (1994), Alesina y Rodrik (1994) y Corak (2013).

### *Con una perspectiva más coyuntural*<sup>110</sup>

- El grado de exposición, muy heterogéneo, que diversos tipos de hogares presentan, en el contexto del episodio inflacionista actual, ante el fuerte repunte de los precios de la energía y de los alimentos.
- El incremento de la vulnerabilidad financiera que ciertas familias podrían experimentar como consecuencia de las rápidas e intensas subidas que se han producido en los tipos de interés en los últimos trimestres.
- El papel que algunas medidas podrían desempeñar para aliviar estas vulnerabilidades, como en el caso del nuevo Código de Buenas Prácticas sobre deudas hipotecarias establecido en el Real Decreto-ley 19/2022, o la ayuda de 200 euros aprobada en el Real Decreto-ley 20/2022.

### *Con una perspectiva más estructural*<sup>111</sup>

- La cuantificación —a través de diferentes métricas— de la desigualdad económica y de la pobreza en nuestro país, y su evolución.
- El fenómeno de la despoblación de determinadas zonas geográficas de nuestro país y sus causas.
- Los riesgos de exclusión financiera a los que se enfrentan determinados colectivos en un contexto de creciente digitalización de los servicios financieros.
- La evolución diferencial de los riesgos de crédito entre hogares, en función de sus ratios de endeudamiento y del tipo de deuda que han contraído.
- La exposición, muy asimétrica, que distintos tipos de familias presentan ante el proceso de calentamiento global y de transición ecológica.

**Los estudios mencionados han documentado, entre otros, la existencia de ciertas bolsas de vulnerabilidad social, económica y financiera en los hogares españoles, que estarían especialmente concentradas en los de menor renta.** En este sentido, en los últimos años, la evolución de algunas de las medidas de desigualdad más frecuentemente utilizadas —como la salarial, la de renta o la de pobreza relativa— parece seguir un patrón muy similar. En particular, estos indicadores aumentaron de forma muy significativa tras la crisis financiera global, comenzaron un proceso de reducción gradual a partir de 2014, que se

110 Para más detalles, véanse los capítulos 3 y 4 de este Informe. Véanse también [Barceló, Villanueva y Vozmediano \(2021\)](#), [Basso, Dimakou y Pidkuyko \(2023a\)](#), [García-Miralles \(2023\)](#) y el capítulo temático del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España (2023).

111 Véanse, por ejemplo, [Alonso et al. \(2022\)](#), [Anghel et al. \(2018\)](#), [Crespo, El Amrani, Gento y Villanueva \(2023\)](#) y [Basso, Dimakou y Pidkuyko \(2023b\)](#).

revirtió bruscamente con el estallido de la pandemia, y han vuelto a corregir a la baja en 2021 y 2022 como consecuencia, principalmente, del dinamismo reciente de la actividad y del empleo y de diversas iniciativas desplegadas por las autoridades (véanse gráficos 2.14.1 y 2.14.2). En términos generales, estos indicadores aún permanecerían en la actualidad en niveles similares a los que se registraban antes de la pandemia, que, a su vez, eran superiores a los que se observaban antes de la crisis financiera global.

**El origen de estas vulnerabilidades es muy variado, y mitigar sus efectos requiere el despliegue de actuaciones públicas en dimensiones muy diversas;** por ejemplo, en los ámbitos de la regulación —entre otros, del mercado laboral y del mercado de la vivienda—, del sistema tributario, de la provisión de servicios públicos —como la educación y la sanidad— y de las políticas de rentas y transferencias. Todos estos instrumentos tienen la capacidad de incidir sobre los niveles de desigualdad de la economía y sobre las vulnerabilidades a las que están expuestas ciertas familias, si bien actúan en fases distintas de la actividad económica, y pueden tener implicaciones muy diferentes en términos de equidad y de eficiencia<sup>112</sup>.

**Y exige una evaluación continua y rigurosa de la capacidad de estas actuaciones para alcanzar los objetivos propuestos, y de sus implicaciones en términos de eficiencia y equidad.** Así, por ejemplo, de la [opinión emitida por la AIReF \(2022\)](#) se desprende que el IMV solo ha alcanzado, por el momento, una parte de su potencial. En particular, la AIReF considera que el IMV podría llegar a unos 700.000 hogares —sin incluir el País Vasco y Navarra—. Sin embargo, con la última información disponible correspondiente a finales de 2021, el IMV solo había llegado al 40 % de sus beneficiarios potenciales y solo se había ejecutado un 56 % de su presupuesto. Este fenómeno, conocido como *non take up* (o «desaprovechamiento» en español)<sup>113</sup>, es precisamente uno de los que está siendo objeto de evaluación dentro de los proyectos de itinerarios de inclusión social contemplados en los convenios firmados entre el MISSyM, y la Fundación Centro de Estudios Monetarios y Financieros<sup>114</sup>. También sería conveniente, entre otras evaluaciones, un análisis riguroso de la efectividad de los incentivos

112 Para una discusión sobre estas políticas y sobre la fase del proceso económico en la que actúan, véase [Rodrik y Stantcheva \(2021\)](#).

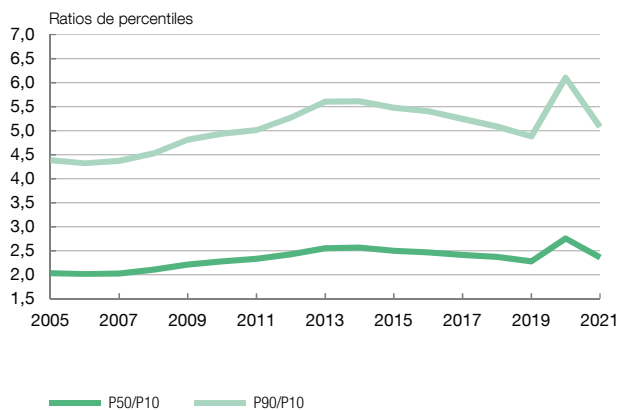
113 El *non take up* se define como la ratio entre el número de potenciales beneficiarios de una prestación que no la recibe y el número total de potenciales beneficiarios. Un análisis del *non take up* debe realizarse desde dos puntos de vista, que son complementarios: i) desde el punto de vista de la política, intentando mejorar los mecanismos y entender los motivos por los cuales personas que deberían ser beneficiarias de las prestaciones no lo son, y ii) desde el punto de vista técnico, intentando mejorar las fuentes de información que se utilizan para la estimación de los potenciales beneficiarios y la cuantificación de los beneficiarios finales. El informe del relator especial de Naciones Unidas sobre la extrema pobreza y los derechos humanos, presentado a finales de junio de 2022 en Ginebra, indica que, a escala mundial, las causas más frecuentes del *non take up* en el contexto de las rentas mínimas son el desconocimiento de las prestaciones y de cómo presentar la solicitud —causa más frecuente en Europa—, y la estigmatización.

114 El *non take up* no es un fenómeno exclusivo del IMV, sino que es bastante generalizado en este tipo de políticas. Así, por ejemplo, en el caso del Código de Buenas Prácticas para la reestructuración viable de las deudas con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual, propuesto en el Real Decreto-ley 6/2012, en 2015 y 2016 un 64 % de los hogares elegibles solicitaron acogerse a este, logrando su adhesión efectiva un 35 %. En el mismo sentido, según los datos de la Encuesta sobre Integración y Necesidades Sociales de la Fundación Foessa, realizada entre mediados de marzo y finales de mayo de 2021, el porcentaje de hogares españoles que estaban informados de las diferentes medidas extraordinarias adoptadas en materia de vivienda en respuesta al estallido de la crisis sanitaria no alcanzaba el 9 % y el porcentaje de los que habían solicitado alguna de las medidas previstas se situaba en torno al 2 %.

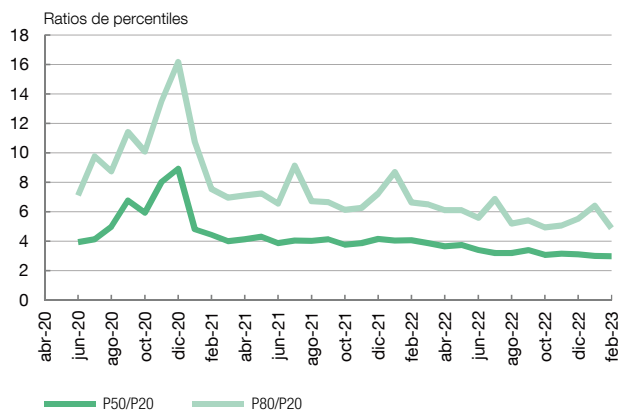
## INDICADORES DE DESIGUALDAD SALARIAL

La pandemia de COVID-19 supuso un cambio en la evolución de la desigualdad salarial en España, que venía siendo decreciente desde 2014. La evolución positiva del empleo en 2021 y 2022 ha permitido una disminución rápida, aunque se encuentra aún en niveles superiores a los previos a la crisis financiera.

1 EVOLUCIÓN DE RATIOS DE PERCENTILES DE INGRESOS SALARIALES MCVL (a)



2 EVOLUCIÓN DE RATIOS DE PERCENTILES DE INGRESOS SALARIALES CAIXABANK RESEARCH (b)



**FUENTES:** Elaboración propia con microdatos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones (Muestra Continua de Vidas Laborales) y CaixaBank Research (datos internos).

- a Ratios entre dos percentiles de la distribución de ingresos salariales diarios incluyendo ERTE.  
b Ratios entre dos percentiles de la distribución de ingresos después de las transferencias del sector público.



al empleo que incorpora en el IMV<sup>115</sup>. En particular, para evitar posibles efectos desincentivadores sobre la oferta de trabajo, el desarrollo normativo del IMV establece un mecanismo por el cual una parte de un eventual incremento de las rentas de los beneficiarios en caso de encontrar trabajo no reduce la cuantía del complemento durante dos años<sup>116</sup>. No obstante, el componente temporal de esta exención y la propia complejidad del mecanismo propuesto podrían suponer que estas excepciones no permitieran alcanzar el grado de inserción laboral que se pretende.

**Un ámbito en el que se aprecia una especial vulnerabilidad es el relativo a las condiciones de acceso a la vivienda, que se han endurecido en los últimos años, tanto en la vivienda en propiedad como en la de alquiler.** Los desarrollos en el mercado de la vivienda tienen una incidencia muy marcada en los niveles de desigualdad y de vulnerabilidad. Así, por ejemplo, existe evidencia de que un elevado porcentaje de vivienda en propiedad

115 [Rica y Gorjón \(2019\)](#) evalúan un esquema de renta mínima similar al IMV llevado a cabo en el País Vasco y encuentran que, de media, este no retrasa la entrada al empleo de los beneficiarios, aunque el impacto difiere de un grupo demográfico a otro. Por un lado, se documenta un retraso en la incorporación al empleo entre los beneficiarios menos educados y más jóvenes, pero, por otro lado, se acelera la entrada al empleo para las personas con educación media y alta y para los mayores de 45 años.

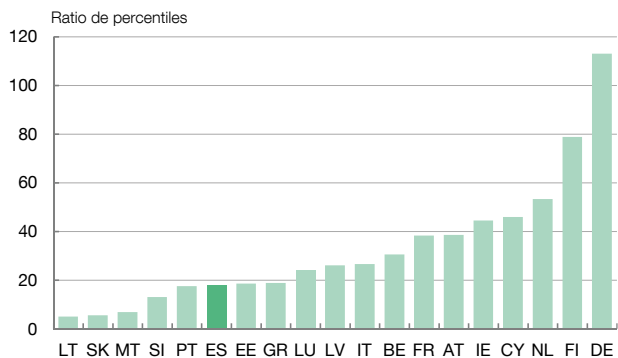
116 En concreto, se establecen tres tramos: 1) la parte del incremento de rentas que no exceda del 60 % del ingreso mínimo no reducirá el complemento percibido; 2) la parte que vaya desde ese 60 % hasta el 100 % reducirá el complemento en cifras que van desde el 60 % hasta el 80 % del incremento, en función de la situación personal y laboral del beneficiario, y 3) la parte del incremento que supere el 100 % del ingreso mínimo reducirá el complemento en proporción 1:1.

Gráfico 2.15

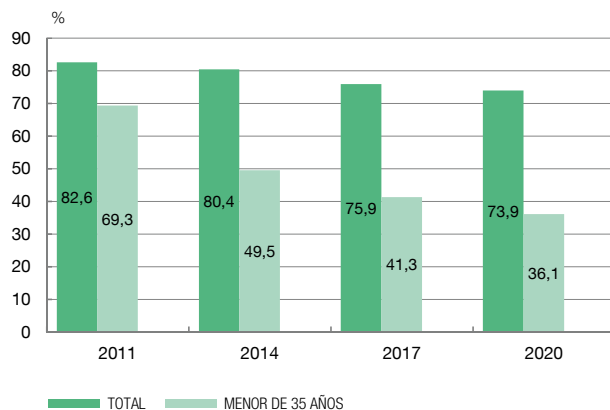
**DESIGUALDAD EN RIQUEZA Y ACCESO A LA VIVIENDA**

España presenta un grado de desigualdad de la riqueza moderado en comparativa internacional asociado a una tenencia de activos reales relativamente más generalizada. La reducción en el porcentaje de propietarios de vivienda desde 2014 habría contribuido a un aumento de la desigualdad. Por su parte, en 2021 el 48,9% de los españoles que residían en viviendas de alquiler estaban en riesgo de pobreza o de exclusión social y el 40,9% de ellos dedicaban más del 40% de su renta disponible a vivienda.

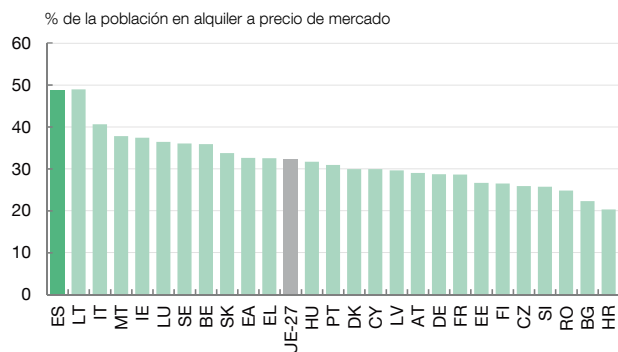
1 RATIO P80/P20 DE LA RIQUEZA NETA PARA PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO



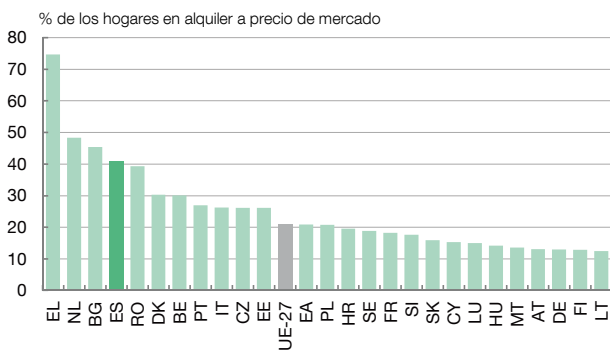
2 PORCENTAJE DE HOGARES QUE SON PROPIETARIOS DE SU VIVIENDA PRINCIPAL



3 EN RIESGO DE POBREZA O DE EXCLUSIÓN SOCIAL



4 DEDICAN MÁS DEL 40% DE SU RENTA DISPONIBLE A VIVIENDA



**FUENTES:** Banco Central Europeo (*European Household Finance and Consumption Survey*), Banco de España (Encuesta Financiera de las Familias 2020) y Eurostat (EU-SILC 2021).

a AT: Austria, BE: Bélgica, BG: Bulgaria, CY: Chipre, CZ: República Checa, DE: Alemania, DK: Dinamarca, EE: Estonia, EL: Grecia, ES: España, FI: Finlandia, FR: Francia, HR: Croacia, HU: Hungría, IE: Irlanda, LT: Lituania, LU: Luxemburgo, LV: Letonia, MT: Malta, NL: Países Bajos, PL: Polonia, PT: Portugal, RO: Rumanía, SE: Suecia, SI: Eslovenia, SK: Eslovaquia, UE-27: Unión Europea.



tiende a reducir la desigualdad de la riqueza. En efecto, los últimos datos disponibles de la *European Household Finance and Consumption Survey* muestran que, en 2017, España presentaba un nivel de desigualdad de la riqueza moderado en una comparativa internacional. Esto era consecuencia, fundamentalmente, de que la tenencia de activos reales —especialmente, de la vivienda principal— en nuestro país era más generalizada que en otras economías europeas (véase gráfico 2.15.1). No obstante, la acusada reducción del porcentaje de hogares propietarios de vivienda que se ha observado en España desde 2014,

particularmente entre los jóvenes (véase gráfico 2.15.2), habría contribuido a un aumento en la desigualdad de la riqueza en nuestro país durante los últimos años<sup>117</sup>.

**Unos precios del alquiler elevados, en comparación con las rentas del trabajo, aumentan la proporción de población en riesgo de exclusión social y de hogares con capacidad de gasto restringida en otros bienes y servicios.** En este sentido, en 2021 un 48,9 % de los hogares españoles que residían en viviendas de alquiler se encontraban en riesgo de pobreza o de exclusión social —el porcentaje más elevado de la UE (véase gráfico 2.15.3)—, mientras que un 40,9 % dedicaba más del 40 % de su renta disponible a la vivienda —frente a un 21,2 % en el promedio de la UE (véase gráfico 2.15.4)—, con especial incidencia en las familias con menor renta.

En este contexto, en la siguiente sección se describen los rasgos principales de la evolución del mercado de alquiler residencial en nuestro país a lo largo de los últimos años y algunas de las medidas desplegadas por las autoridades en este ámbito.

### 3.2.1 El mercado de la vivienda de alquiler residencial en los últimos años

**El mercado del alquiler de vivienda residencial en España ha experimentado un crecimiento muy significativo durante la última década.** El resultado de este crecimiento se refleja en un aumento neto estimado de unos 800.000 hogares y 2 millones de personas adicionales residiendo en una vivienda en alquiler entre 2011 y 2021<sup>118</sup>. Esto ha supuesto un incremento de 4,2 pp en el porcentaje de hogares españoles cuya residencia habitual no es una vivienda en propiedad, que se situó en el 24,2 % en 2021<sup>119</sup>. Esta ratio se encuentra aún por debajo de la observada en el promedio de la UE-27 (un 30,1 %) y el área del euro (un 34,2 %).

**El crecimiento del mercado del alquiler se explica, en buena medida, por el dinamismo de la demanda de los jóvenes en las áreas urbanas.** Los nuevos hogares con personas de referencia jóvenes empleados, pero con ingresos relativos reducidos, son el colectivo en el que se ha experimentado un mayor incremento de la demanda de vivienda en alquiler. En particular, en el caso de los hogares cuya persona de referencia se encuentra entre los 30 y los 44 años, el porcentaje de los que no residen en una vivienda en propiedad se ha elevado desde el 27,2 % en 2011 hasta el 42 % en 2021. Esta tendencia habría tenido una mayor

117 Banco de España (2022b).

118 Véase Auciello-Estévez y López-Rodríguez (2023).

119 La clasificación de la Encuesta Europea de Ingresos y Condiciones de Vida de Eurostat incluye en la vivienda en alquiler la categoría alquiler inferior a precio de mercado o gratuito. En el caso de España, en 2021 un 15,1 % de los hogares residían en alquiler a precio de mercado, un 6,2 % en cesiones gratuitas de vivienda y un 2,8 % en alquileres a precios inferiores a los de mercado. Véase Instituto Nacional de Estadística (2022).



relevancia dentro de las principales áreas urbanas, donde se concentra la actividad económica y el crecimiento poblacional<sup>120</sup>.

**El aumento de la demanda de alquiler entre los colectivos con menor renta está relacionado con la situación del mercado laboral y los criterios de concesión de crédito hipotecario.** La residencia en viviendas de alquiler es relativamente mayor en los trabajadores asalariados sin contratos a tiempo completo y entre los desempleados. Esta situación también es particularmente relevante entre los jóvenes, que se sitúan en una mayor proporción en la cola inferior de la distribución de la renta. Por su parte, la mayor prudencia en los criterios de concesión de crédito hipotecario en relación con el valor del colateral en los últimos años —reflejada en la caída de la ratio préstamo-precio (LTP, por sus siglas en inglés) en el promedio de los nuevos préstamos hipotecarios a los hogares— también habría desplazado una mayor proporción de hogares jóvenes al mercado del alquiler<sup>121</sup>. Este desplazamiento habría sido más acusado en aquellas zonas geográficas en las que el incremento del precio de la vivienda ha sido mayor que el de la renta de los nuevos hogares residentes, de forma que estos no han tenido la capacidad de generar el ahorro necesario para adquirir una vivienda en propiedad.

**El insuficiente crecimiento de la oferta para absorber el fuerte incremento de la demanda explicaría el elevado dinamismo de los precios del alquiler desde 2014.** Las estadísticas oficiales disponibles, que proporcionan distintas métricas de los precios del alquiler para el *stock* de vivienda arrendada, muestran un notable crecimiento de las rentas medianas del alquiler por metro cuadrado, del 20 % en términos acumulados entre 2015 y 2021 (del 12 % en términos reales)<sup>122</sup>. Estos incrementos reflejarían, sobre todo, los mayores precios marginales de las nuevas viviendas que entran en el mercado y las renovaciones de contratos, frente a tasas más moderadas en las actualizaciones de los contratos vigentes, que evolucionan en línea con el IPC de alquileres hasta 2021.

**Tras la pandemia, en 2022 la demanda de alquiler se habría recuperado de forma más vigorosa que la oferta, observándose una nueva dinámica alcista en los precios nominales.** Las estadísticas de precios de oferta publicadas por los principales portales inmobiliarios señalan un cambio de tendencia en los precios de oferta del alquiler desde mediados de 2020 y caídas interanuales de los precios entre el 3,5 % y el 4 % en 2021. Estas caídas se habrían revertido a lo largo de 2022, año en el que se observa una notable

120 Por ejemplo, el parque de vivienda de alquiler en Barcelona alcanzó el 38,5 % de las viviendas principales en 2021 (*Observatori Metropolità de l'Habitatge de Barcelona, 2022*). Entre las CCAA, destaca la proporción de hogares que no residen en vivienda en propiedad en Cataluña y en la Comunidad de Madrid —ambas con ratios del 28,2 % en 2021—, y en comunidades de elevada actividad turística, como Illes Balears (36,2 %) o Canarias (35,4 %).

121 La ratio LTP se computa como el cociente entre el importe del principal de la hipoteca y el precio registrado del inmueble. El valor medio de esta ratio para los nuevos préstamos hipotecarios, ponderado por el capital de cada nueva hipoteca, se encuentra en torno al 80 % desde 2014, frente a ratios superiores al 100 % durante el período 2004-2007. Véase *Informe de Estabilidad Financiera de otoño de 2022* del Banco de España.

122 *Sistema estatal de referencia del precio del alquiler de vivienda* (Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, 2023). Esta estadística muestra una elevada heterogeneidad geográfica, con crecimientos acumulados de las rentas medianas del alquiler por metro cuadrado entre 2015 y 2021 superiores al 30 % en ciudades como Valencia, Palma o Málaga. En las zonas con mayor insuficiencia relativa de la oferta, dentro de las principales áreas urbanas, los crecimientos acumulados durante este período de las rentas medianas del alquiler superan el 40 %.

recuperación del mercado con un crecimiento de los precios de oferta nominales entre el 7 % y el 7,5 %. No obstante, la inflación acumulada en el período 2021-2022 (11,7 %) situaría los precios de oferta del alquiler en términos reales a finales de 2022 en torno a un 7,5 % por debajo de los precios reales de 2020.

**El reciente dinamismo de los precios del alquiler se produce en un contexto de oferta restringida por el limitado aumento de la provisión pública de alquiler social y la aparición de usos alternativos de la vivienda residencial.** La apuesta en las décadas precedentes por la vivienda de protección oficial en propiedad y la escasa dotación presupuestaria al alquiler social —a escala tanto estatal como de las CCAA— explican el reducido parque público de vivienda en alquiler social existente en España. En particular, de acuerdo con las estimaciones del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana (2023), el parque de vivienda de alquiler social de titularidad pública se situaría en torno a las 290.000 viviendas, en las que residirían un 1,6 % de los hogares. Estas cifras contrastan con el parque de vivienda en alquiler social de otras economías europeas, cuyas ratios sobre el total del *stock* de vivienda se sitúan en el 7,5 % en el promedio de la UE y alcanzan cifras significativas, por ejemplo, en Francia (14 %), Reino Unido (16,7 %) y Países Bajos (34,1 %). En ese contexto, se han planteado recientemente iniciativas para incrementar el esfuerzo inversor en vivienda del sector público, con el objetivo de lograr un progresivo incremento del parque público de vivienda social en alquiler a medio y a largo plazo<sup>123</sup>. Por otro lado, en los últimos años se observa también un crecimiento del número de viviendas turísticas, que supondrían un 1,2 % del parque total de viviendas —un 1,6 % del total de viviendas principales<sup>124</sup>—, así como la aparición de nuevas formas de arrendamiento por períodos inferiores a un año en mercados en los que existe una elevada demanda de vivienda residencial.

**La futura Ley por el Derecho a la Vivienda<sup>125</sup> pone un mayor énfasis en el necesario incremento de la oferta de vivienda en alquiler.** Así, la nueva norma plantea un aumento del alquiler social a partir de una mayor colaboración público-privada, un incremento progresivo del parque público de vivienda en alquiler y mayores incentivos fiscales a las personas físicas que arrienden viviendas con reducciones de precios en áreas tensionadas.

**No obstante, algunas de las medidas incluidas, como el control de rentas, podría generar efectos indeseados a medio plazo.** La nueva ley contempla medidas que limitan la actualización de las rentas del alquiler<sup>126</sup> y la posibilidad de que las administraciones territoriales competentes que así lo estimen oportuno limiten los precios del alquiler en zonas tensionadas —de acuerdo con el marco regulatorio estatal—. En este sentido, la literatura económica ha señalado que, si bien los controles de precios muestran capacidad para reducir

123 Véanse, por ejemplo, el [Componente 2 del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia](#) y el [Plan Estatal para el Acceso a la Vivienda 2022-2025](#), en los que se establecen los objetivos y proyecciones de dotaciones de recursos necesarios para impulsar a medio plazo el incremento gradual del parque público de vivienda en alquiler.

124 Véase [Estadística experimental. Medición del número de viviendas turísticas en España y su capacidad](#), del INE.

125 En el momento de redacción de este Informe, la Ley por el Derecho a la Vivienda se encuentra en fase final de tramitación parlamentaria.

126 Las medidas anunciadas suponen la fijación de un límite a la actualización de las rentas del 3 % en 2024 y la creación de un nuevo índice de precios al que se vincularían dichas actualizaciones a partir de 2025.

los precios del alquiler a corto plazo en las zonas reguladas, esta política puede generar efectos adversos sobre la oferta de alquiler, así como segmentación en el mercado inmobiliario. En particular, entre las respuestas de la oferta se han documentado reducciones del número y de la calidad de las viviendas disponibles en el mercado, cambios en la composición de la oferta e incrementos de precios en segmentos no regulados, siendo estos efectos y su cuantía más relevantes cuando los controles se mantienen durante períodos prolongados de tiempo<sup>127</sup>. En el caso español, el análisis disponible sobre la experiencia reciente de Cataluña apuntaría a reducciones en los precios medios del alquiler a corto plazo y a ciertos cambios en la composición de la oferta, si bien la aplicación de esta política en un contexto de pandemia dificulta su valoración<sup>128</sup>.

**Por otra parte, al margen del necesario impulso de la oferta pública de alquiler, la considerable magnitud del desequilibrio actual entre la oferta y la demanda podría requerir también un apoyo decidido de la oferta privada de alquiler.** Este impulso de la oferta pública y privada permitiría mitigar las dinámicas alcistas en los precios del alquiler que se observan en las áreas tensionadas. Para ello, sería conveniente evitar medidas que distorsionen de manera asimétrica las señales de precios, reforzar la seguridad jurídica efectiva de los propietarios de vivienda en régimen de alquiler y reducir la incertidumbre regulatoria en este mercado. De manera complementaria, podrían considerarse medidas fiscales y regulatorias con el objetivo de incrementar la oferta de alquiler residencial por parte del sector privado profesionalizado. En particular, la introducción de incentivos fiscales a las personas jurídicas condicionados al mantenimiento de una determinada cuantía de alquiler residencial a precios reducidos, o la flexibilización en las áreas tensionadas de la regulación urbanística en el ámbito local que limita y condiciona el uso del suelo y de los bienes inmuebles para su uso residencial —véase [López-Rodríguez y Matea \(2020\)](#) para una discusión sobre el diseño de estas políticas—.

**Una vez aprobada, será fundamental evaluar con rigor la capacidad de esta nueva norma para alcanzar de forma efectiva sus objetivos.** En particular, resulta necesario prestar atención a las señales de aparición de los efectos adversos mencionados, de manera que se adapte la normativa para evitar la materialización de estos riesgos.

127 Véanse, por ejemplo, [Sims \(2007\)](#), [Autor, Palmer y Pathak \(2014\)](#) y [Diamond, McQuade y Qian \(2019\)](#). Los estudios disponibles sobre la reciente experiencia en Alemania indican que los controles de precios del alquiler habrían incrementado los precios en zonas no reguladas —[Mense, Michelsen y Kholodilin \(2023\)](#)— y que las reducciones de precios habrían tenido un impacto inferior en zonas con menores niveles de renta —[Breidenbach, Eilers y Fries \(2022\)](#)—.

128 Por ejemplo, [Jofre-Monseny, Martínez-Mazza y Segú \(2022\)](#) estiman que la política implementada en Cataluña habría reducido en promedio los precios el alquiler entre un 4 % y un 6 %, sin que se identifiquen, a corto plazo, ajustes en la oferta de alquiler. En cambio, [Monrás y García-Montalvo \(2023\)](#) estiman reducciones similares de los precios medios, pero documentan un aumento de los precios de los inmuebles con menor precio, cambios en la composición de la oferta de alquiler y una reducción significativa de esta concentrada en inmuebles con precios superiores a los precios de referencia establecidos por la regulación.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aghion, Philippe, y Peter Howitt. (1992). "A model of growth through creative destruction". *Econometrica*, 60(2), pp. 323-351. <https://doi.org/10.2307/2951599>
- Agrawal, Ajay, Carlos Rosell y Timothy Simcoe. (2020). "Tax Credits and Small Firm R&D Spending". *American Economic Journal: Economic Policy*, 12(2), pp. 1-21. <https://doi.org/10.1257/pol.20140467>
- Akcigit, Ufuk, Douglas Hanley y Nicolas Serrano-Velarde. (2021). "Back to Basics: Basic Research Spillovers, Innovation Policy, and Growth". *The Review of Economic Studies*, 88(1), pp. 1-43. <https://doi.org/10.1093/restud/rdaa061>
- Albrizio, Silvia, Beatriz González y Dmitry Khametshin. (2023). "A tale of two margins: monetary policy and capital misallocation". Documentos de Trabajo, 2302, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/25027>
- Alesina, Alberto, y Dani Rodrik. (1994). "Distributive Politics and Economic Growth". *The Quarterly Journal of Economics*, 109(2), pp. 465-490. <https://www.jstor.org/stable/2118470>
- Alloza, Mario, Javier Andrés, Pablo Burriel, Iván Kataryniuk, Javier J. Pérez y Juan Luis Vega. (2021). "The reform of the European Union's fiscal governance framework in a new macroeconomic environment". Documentos Ocasionales, 2121, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/17542>
- Alloza, Mario, Jorge Martínez-Pagés y Iacopo Varotto. (2023). "El análisis de la sostenibilidad de la deuda en España desde una dimensión estocástica". Documentos Ocasionales - Banco de España. De próxima publicación.
- Almunia, Miguel, y David Lopez-Rodriguez. (2018). "Under the Radar: The Effects of Monitoring Firms on Tax Compliance". *American Economic Journal: Economic Policy*, 10(1), pp. 1-38. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/pol.20160229>
- Almunia, Miguel, y David Lopez-Rodriguez. (2023). "The effectiveness of fiscal incentives for business R&D in Spain". Documentos de Trabajo – Banco de España. De próxima publicación.
- Alonso, Daniel. (2023). "Stabilisation properties of a SURE-like European Unemployment Insurance". Documentos de Trabajo - Banco de España. De próxima publicación.
- Alonso, María, Eduardo Gutiérrez, Enrique Moral-Benito, Diana Posada, Patrocinio Tello-Casas y Carlos Trucharte. (2022). "La accesibilidad presencial a los servicios bancarios en España: comparación internacional y entre servicios". Documentos Ocasionales, 2215, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/22804>
- Alves, Pana, Sergio Mayordomo y Manuel Ruiz-García. (2022). "La financiación empresarial en los mercados de renta fija: la contribución de la política monetaria a mitigar la barrera del tamaño". Documentos Ocasionales, 2209, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21138>
- Anghel, Brindusa, Cristina Barceló y Ernesto Villanueva. (2023). "El aumento de los contratos indefinidos y su posible impacto en el gasto". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 19. <https://doi.org/10.53479/29780>
- Anghel, Brindusa, Henrique Basso, Olympia Bover, José María Casado, Laura Hospido, Mario Izquierdo, Iván A. Kataryniuk, Aitor Lacuesta, José Manuel Montero y Elena Vozmediano. (2018). "La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España". Documentos Ocasionales, 1806, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/8774>
- Anghel, Brindusa, Pilar Cuadrado y Federico Tagliati. (2020). "Why cognitive test scores of Spanish adults are so low? The role of schooling and socioeconomic background". Documentos de Trabajo, 2038, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/14491>
- Anghel, Brindusa, y Aitor Lacuesta. (2020). "Envejecimiento, productividad y situación laboral". *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2020, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10529>
- Anghel, Brindusa, Sergio Puente y Roberto Ramos. (2023). "Un análisis de la incidencia del incremento de las cotizaciones sociales aprobado en 2023". *Boletín Económico - Banco de España*. De próxima publicación.
- Argimón, Isabel, e Irene Roibás. (2023). "Debt overhang, credit demand and financial conditions". Documentos de Trabajo, 2308, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/29530>
- Auciello-Estévez, Iván, y David López-Rodríguez. (2023). "La evolución del mercado de la vivienda de alquiler en España". Documentos Ocasionales - Banco de España. De próxima publicación.

- Auciello-Estévez, Iván, Josep Pijoan-Mas, Pau Roldan-Blanco y Federico Tagliati. (2023). "Dual labor markets in Spain: a firm-side perspective". Documentos Ocasionales, 2310, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/29869>
- Autor, David, David A. Mindell y Elisabeth B. Reynolds. (2022). *The work of the future, building better jobs in an age of intelligent machines*. MIT Press. <https://mitpress.mit.edu/9780262046367/>
- Autor, David H., Christopher J. Palmer y Parag A. Pathak. (2014). "Housing market spillovers: evidence from the end of rent controls in Cambridge, Massachusetts". *Journal of Political Economy*, 122(3), pp. 661-717. <https://doi.org/10.1086/675536>
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2020). "Beneficio fiscal: deducción por I+D+I en el impuesto sobre sociedades". *Spending Review*, Fase II, Estudio de Beneficios Fiscales. [https://www.airef.es/wp-content/uploads/2020/10/I+D/BF\\_IDi.pdf](https://www.airef.es/wp-content/uploads/2020/10/I+D/BF_IDi.pdf)
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2022). "1.ª Opinión Ingreso Mínimo Vital". Opinión 1/22. <https://www.airef.es/wp-content/uploads/2022/08/IMV/OPINION-AIREF-IMV.pdf>
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2023). "Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones Públicas a largo plazo: La incidencia de la demografía". Opinión 1/23. [https://www.airef.es/wp-content/uploads/2023/03/OPINI%C3%93N-SOSTENIBILIDAD/AIREF-2023\\_Opinion-sostenibilidad-de-las-AAPP-largo-plazo.pdf](https://www.airef.es/wp-content/uploads/2023/03/OPINI%C3%93N-SOSTENIBILIDAD/AIREF-2023_Opinion-sostenibilidad-de-las-AAPP-largo-plazo.pdf)
- Banco de España. (2017a). "Capítulo 1. Los años de expansión económica: análisis del período 2000-2007". En Banco de España, *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/14816>
- Banco de España. (2017b). "Capítulo 3. El proceso de ajuste de la balanza por cuenta corriente". En Banco de España, *Informe Anual 2016*, pp. 91-121. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/7537>
- Banco de España. (2018). "Recuadro 3.1. La inversión en intangibles". En "Capítulo 3. El dinamismo de la inversión en la recuperación: determinantes y retos". En Banco de España, *Informe Anual 2017*, pp. 147-149. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/7513>
- Banco de España. (2021). "Capítulo 4. La distribución espacial de la población en España y sus implicaciones económicas". En Banco de España, *Informe Anual 2020*, pp. 271-318 <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16628>
- Banco de España. (2022a). "Capítulo 4. La economía española ante el reto climático". En Banco de España, *Informe Anual 2021*, pp. 245-301. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21108>
- Banco de España. (2022b). "Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2020: métodos, resultados y cambios desde 2017". *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/22782>
- Banco de España. (2022c). *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2022*. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23626>
- Banco de España. (2023a). "Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2023". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1. <https://doi.org/10.53479/29810>
- Banco de España. (2023b). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2023*. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29871>
- Barceló, Cristina, Ernesto Villanueva y Elena Vozmediano. (2021). "Los tipos de interés de los préstamos personales y las características de los hogares: España y los países de nuestro entorno". *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2021, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/15671>
- Bardhan, Pranab. (2002). "Decentralization of Governance and Development". *Journal of Economic Perspectives*, 16(4), pp. 185-205. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/089533002320951037>
- Bargain, Olivier, y Ulugbek Aminjonov. (2020). "Trust and compliance to public health policies in times of COVID-19". *Journal of Public Economics*, 192, 104316. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2020.104316>
- Basso, Henrique S., Ourania Dimakou y Myroslav Pidkuyko. (2023a). "How inflation varies across Spanish households". Documentos Ocasionales, 2307, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/29792>
- Basso, Henrique S., Ourania Dimakou y Myroslav Pidkuyko. (2023b). "How consumption carbon emission intensity varies across Spanish households". Documentos Ocasionales, 2309, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/29855>
- Becker, Sascha O., Katrin Boeckh, Christa Hainz y Ludger Woessmann. (2016). "The empire is dead, long live the empire! Long-run persistence of trust and corruption in the bureaucracy". *The Economic Journal*, 126(590), pp. 40-74. <https://doi.org/10.1111/ecoj.12220>
- Benito, Andrew, e Ignacio Hernando. (2008). "Labour Demand, Flexible Contracts and Financial Factors: Firm-Level Evidence from Spain". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 70(3), pp. 283-301. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2007.00494.x>

- Benmarker, Helge, Erik Mellander y Björn Öckert. (2009). "Do Regional Payroll Tax Reductions Boost Employment?". *Labour Economics*, 16(5), pp. 480-489. <https://doi.org/10.1016/j.labeco.2009.04.003>
- Bentolila, Samuel, Juan J. Dolado y Juan F. Jimeno. (2020). "Dual Labor Markets Revisited". *Economics and Finance, Oxford University Press*. <https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190625979.013.502>
- Bertheau, Antoine, Edoardo Maria Acabbi, Cristina Barceló, Andreas Gulyas, Stefano Lombardi y Raffaele Saggio. (2023). "The unequal consequences of job loss across countries". *American Economic Review: Insights*. En prensa. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aeri.20220006>
- Bianchi, Francesco, Leonardo Melosi y Anna Rogantini Picco. (2022). "Who is Afraid of Eurobonds?". *Working Paper Series, WP 2022-43*, Federal Reserve Bank of Chicago. <https://ideas.repec.org/p/fip/fedhwp/94918.html>
- Blanchard, Olivier, y Juan Francisco Jimeno. (1995). "Structural Unemployment: Spain versus Portugal". *The American Economic Review*, 85(2), pp. 212-218. <https://www.jstor.org/stable/2117921>
- Bloom, Nicholas, John Van Reenen y Heidi Williams. (2019). "A Toolkit of Policies to Promote Innovation". *Journal of Economic Perspectives*, 33(3), pp. 163-84. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.33.3.163>
- Bongini, Paola, Annalisa Ferrando, Emanuele Rossi y Monica Rossolini. (2021). "SME access to market-based finance across Eurozone countries". *Small Business Economics*, 56(4), pp. 1667-1697. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00285-z>
- Boscá, José E., Rafael Doménech y Javier Ferri. (2009). "Tax reforms and labour-market performance: An evaluation for Spain using REMS". *Moneda y Crédito*, 228, pp. 145-196.
- Breidenbach, Philipp, Lea Eilers y Jan Fries. (2022). "Temporal dynamics of rent regulations - The case of German rent control". *Regional Science and Urban Economics*, 92, 103737. <https://doi.org/10.1016/j.regsciurbeco.2021.103737>
- Brunello, Giorgio, y Lorenzo Rocco. (2017). "The Labor Market Effects of Academic and Vocational Education over the Life Cycle: Evidence Based on a British Cohort". *Journal of Human Capital*, 11(1), pp. 106-66. <https://www.jstor.org/stable/26456497>
- Burriel, Pablo, Iván Kataryniuk y Javier J. Pérez. (2022). "Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool". Documentos Ocasionales, 2210, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21159>
- Comisión Europea. *Single Market Scoreboard. Country data: Spain*. [https://single-market-scoreboard.ec.europa.eu/countries/spain\\_en](https://single-market-scoreboard.ec.europa.eu/countries/spain_en)
- Comisión Europea. (2022a). *European innovation scoreboard*. [https://research-and-innovation.ec.europa.eu/statistics/performance-indicators/european-innovation-scoreboard\\_en#eis-interactive-tool](https://research-and-innovation.ec.europa.eu/statistics/performance-indicators/european-innovation-scoreboard_en#eis-interactive-tool)
- Comisión Europea. (2022b). *Building an economic governance framework fit for the challenges ahead: nota de prensa*, 9 noviembre 2022. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_22\\_6562](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_6562)
- Comité de Personas Expertas. (2022). *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria*. Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Hacienda y Función Pública. [https://www.ief.es/docs/investigacion/comiteexpertos/LibroBlancoReformaTributaria\\_2022.pdf](https://www.ief.es/docs/investigacion/comiteexpertos/LibroBlancoReformaTributaria_2022.pdf)
- Corak, Miles. (2013). "Income Inequality, Equality of Opportunity, and Intergenerational Mobility". *Journal of Economic Perspectives*, 27(3), pp. 79-102. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.27.3.79>
- Correia, Isabel. (2010). "Consumption Taxes and Redistribution". *American Economic Review*, 100(4), pp. 1673-94. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.100.4.1673>
- Crespo, Laura, Najiba El Amrani, Carlos Gento y Ernesto Villanueva. (2023). "Heterogeneidad en el uso de los medios de pago y la banca online: un análisis a partir de la Encuesta Financiera de las Familias (2002-2020)". Documentos Ocasionales, 2308, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/29816>
- Cuadrado, M.<sup>a</sup> Pilar. (2023). "Un análisis de la evolución de las horas trabajadas por ocupado en España: desarrollos tendenciales y evolución reciente". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 14. <https://doi.org/10.53479/29650>
- Cuadrado, Pilar, Mario Izquierdo, José Manuel Montero, Enrique Moral-Benito y Javier Quintana. (2022). "El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia". Documentos Ocasionales, 2208, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21016>
- Cuadrado, Pilar, Enrique Moral-Benito e Irune Solera. (2020). "A sectoral anatomy of the Spanish productivity puzzle". Documentos Ocasionales, 2006, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10454>

- Daniele, Gianmarco, Arnstein Aassve y Marco Le Moglie. (2023). "Never forget the first time: The persistent effects of corruption and the rise of populism in Italy". *The Journal of Politics*. En prensa. <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/723019>
- De Fiore, Fiorella, y Harald Uhlig. (2015). "Corporate Debt Structure and the Financial Crisis". *Journal of Money, Credit and Banking*, 47(8), pp. 1571-1598. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12284>
- Dechezleprêtre, Antoine, Elias Einiö, Ralf Martin, Kieu-Trang Nguyen y John Van Reenen. (2023). "Do Tax Incentives Increase Firm Innovation? An RD Design for R&D, Patents, and Spillovers". *American Economic Journal: Economic Policy*. En prensa. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/pol.20200739>
- Denis, Angela. (2021). *Heterogeneous and Uncertain Health Dynamics y Working Decisions of Older Adults*. Banco de España. De próxima publicación. [https://adenisp.github.io/JMP\\_AD/Denis\\_JMP.pdf](https://adenisp.github.io/JMP_AD/Denis_JMP.pdf)
- Diamond, Rebecca, Tim McQuade y Franklin Qian. (2019). "The effect of rent control expansion on tenants, landlords and inequality: evidence from San Francisco". *American Economic Review*, 109(9), pp. 3365-3394. <https://doi.org/10.1257/aer.20181289>
- Dijkstra, Lewis, Hugo Poelman y Andrés Rodríguez-Pose. (2020). "The geography of EU discontent". *Regional Studies*, 54(6), pp. 737-753, <https://doi.org/10.1080/00343404.2019.1654603>
- Domínguez-Díaz, Rubén, Samuel Hurtado y Carolina Menéndez. (2023). "The effect of NGEU investment on potential output in Spain: simulations with the POTE model". Documentos de Trabajo - Banco de España. De próxima publicación.
- Escrivá, José Luis. (2023). *Reforma de pensiones. Presentación a la comisión de seguimiento y evaluación de los acuerdos del pacto de Toledo*. Marzo 2023. <https://www.lamoncloa.gob.es/serviciosdeprensa/notasprensa/inclusion/Documents/2023/150323-pacto-toledo-presentacion.pdf>
- Estrada, Ángel, Mario Izquierdo y Aitor Lacuesta. (2009). "El funcionamiento del mercado de trabajo y el aumento del paro en España". *Boletín Económico - Banco de España*, julio-agosto, pp. 95-115. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/1187>
- Eurostat. (2018). *Community innovation survey*. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/microdata/community-innovation-survey>
- Eurostat. (2022). *EU statistics on income and living conditions*. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/microdata/european-union-statistics-on-income-and-living-conditions>
- Fuente, Ángel de la. (2023a). "Sobre el nuevo decreto de las pensiones: algunos cálculos de urgencia". Apuntes, 2022/08, Fedea. [https://documentos.fedea.net/pubs/ap/2023/ap2023-08.pdf?utm\\_source=wordpress&utm\\_medium=documentos-areas&utm\\_campaign=estudio](https://documentos.fedea.net/pubs/ap/2023/ap2023-08.pdf?utm_source=wordpress&utm_medium=documentos-areas&utm_campaign=estudio)
- Fuente, Ángel de la. (2023b). "Los efectos presupuestarios de la reforma de pensiones de 2021-23: i) Las medidas del Real Decreto-ley 2/2023". Estudios sobre la Economía Española, 2023/09, Fedea. [https://documentos.fedea.net/pubs/eee/2023/eee2023-09.pdf?utm\\_source=wordpress&utm\\_medium=documentos-areas&utm\\_campaign=estudio](https://documentos.fedea.net/pubs/eee/2023/eee2023-09.pdf?utm_source=wordpress&utm_medium=documentos-areas&utm_campaign=estudio)
- García Esteban, Coral, Ana Gómez Loscos y César Martín Machuca. (2023). "La evolución reciente de las importaciones de bienes a la luz de algunos condicionantes". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 03. <https://doi.org/10.53479/29853>
- García-Louzao, Jose, Laura Hospido y Alessandro Ruggieri. (2022). "Dual returns to experience". Documentos de Trabajo, 2211, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/20549>
- García-Miralles, Esteban. (2023). "Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 15. <https://doi.org/10.53479/29651>
- García-Miralles, Esteban, y Jorge Martínez Pagés. (2023). "Los ingresos públicos tras la pandemia: residuos fiscales e inflación". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 16. <https://doi.org/10.53479/29732>
- García-Posada Gómez, Miguel, y Raquel Vegas Sánchez. (2018). "Bankruptcy reforms in the midst of the Great Recession: The Spanish Experience". *International Review of Law and Economics*, 55, pp. 71-95. <https://doi.org/10.1016/j.irl.2018.04.001>
- García-Santana, Manuel, Enrique Moral-Benito, Josep Pijoan-Mas y Roberto Ramos. (2020). "Growing Like Spain: 1995-2007". *International Economic Review*, 61(1), pp. 383-416. <https://doi.org/10.1111/iere.12427>
- Gobierno de España. (2021). *Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia. Componente 2: Implementación de la Agenda Urbana española: Plan de rehabilitación y regeneración urbana*. <https://www.lamoncloa.gob.es/temas/fondos-recuperacion/Documents/16062021-Componente2.pdf>

- Gopinath, Gita, Sebnem Kalemli-Ozcan, Loukas Karabarbounis y Carolina Villegas-Sanchez. (2017). "Capital Allocation and Productivity in South Europe". *Quarterly Journal of Economics*, 132(4), pp. 1915-1967. <https://scholar.harvard.edu/gopinath/publications/capital-allocation-and-productivity-south-europe>
- Grébol, Ricard, Margarita Machelett, Jan Stuhler y Ernesto Villanueva. (2023). *Intergenerational Mobility in Education: the case of Spain*. Banco de España. De próxima publicación.
- Grossman, Herschell I. (1991). "A General Equilibrium Model of Insurrections". *The American Economic Review*, 81(4), pp. 912-921. <http://www.jstor.org/stable/2006650>
- Guceri, Irem, y Li Liu. (2019). "Effectiveness of Fiscal Incentives for R&D: Quasi-experimental Evidence". *American Economic Journal: Economic Policy*, 11(1), pp. 266-91. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/pol.20170403>
- Hanushek, Eric A., Guido Schwerdt, Ludger Woessmann y Lei Zhang. (2017). "General Education, Vocational Education, and Labor-Market Outcomes over the Lifecycle". *Journal of Human Resources*, 52(1), pp. 48-87. <https://doi.org/10.3368/jhr.52.1.0415-7074R>
- Heimberger, Philipp. (2023). "Debt sustainability analysis as an anchor in EU fiscal rules. An assessment of the European Commission's reform orientations". Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV), PE 741.504. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/741504/IPOL\\_IDA\(2023\)741504\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2023/741504/IPOL_IDA(2023)741504_EN.pdf)
- Helliwell, John F., Haifang Huang, Shun Wang y Max Norton. (2021). "World happiness, trust and deaths under COVID-19". En *World Happiness Report 2021*, pp. 13-57. [https://www.researchgate.net/publication/350511691\\_World\\_Happiness\\_Trust\\_and\\_Deaths\\_under\\_COVID-19](https://www.researchgate.net/publication/350511691_World_Happiness_Trust_and_Deaths_under_COVID-19)
- Hernández de Cos, Pablo. (2022). *Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados en relación con el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2023*. Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/IIPP-2022-10-17-hdc.pdf>
- Hernández de Cos, Pablo, David López Rodríguez y Javier J. Pérez García. (2018). "Los retos del despalancamiento público". Documentos Ocasionales, 1803, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/6403>
- Hsieh, Chang-Tai, y Peter J. Klenow (2009). "Misallocation and Manufacturing TFP in China and India". *Quarterly Journal of Economics*, 124, pp. 1403-1448.
- Hurtado Samuel, y Mario Izquierdo. (2023). "Efectos económicos de un posible deterioro duradero en la salud general de la población española". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 20. <https://doi.org/10.53479/29790>
- Instituto de Estudios Económicos. (2022). *Por una mejora de los incentivos fiscales a los planes de pensiones. Análisis comparado de la tributación actual del segundo y tercer pilar en Europa*. <https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/OPINION-del-IEE.-Por-una-mejora-de-los-incentivos-fiscales-a-los-planes-de-pensiones.pdf>
- Instituto Nacional de Estadística. (2022). *Encuesta de Condiciones de Vida*. [https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736176807&menu=ultiDatos&idp=1254735976608](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176807&menu=ultiDatos&idp=1254735976608)
- Instituto Nacional de Estadística. (2023). *Estadística experimental. Medición del número de viviendas turísticas en España y su capacidad*. [https://www.ine.es/experimental/viv\\_turistica/experimental\\_viv\\_turistica.htm](https://www.ine.es/experimental/viv_turistica/experimental_viv_turistica.htm)
- Ioannou, Demosthenes, y Javier J. Pérez. (2023). "The EU's Open Strategic Autonomy from a Central Banking Perspective. Challenges to the Monetary Policy Landscape from a Changing Geopolitical Environment". European Central Bank, 311. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op311~5065ff588c.en.pdf>
- Izquierdo, Mario, Sergio Puente e Iván Auciello. (2022). "Un análisis de la efectividad de los ERTE según su duración". *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2022, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23708>
- Jofre-Monseny, Jordi, Rodrigo Martínez-Mazza y Mariona Segú. (2022). "Effectiveness and supply effect of high-coverage rent control policies". Working Papers, 2022/02, Institut d'Economia de Barcelona. <https://ieb.ub.edu/publication/2022-02-effectiveness-and-supply-effects-of-high-coverage-rent-control-policies/>
- Korkeamäki, Ossi, y Roope Uusitalo. (2009). "Employment and Wage Effects of a Payroll Tax Cut: Evidence from a Regional Experiment". *International Tax and Public Finance*, 16, pp. 753-772. <https://doi.org/10.1007/s10797-008-9088-6>
- Lacuesta, Aitor, y Brindusa Anghel. (2020). "La población en riesgo de pobreza o exclusión social en España, según la definición del Consejo Europeo". *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2020, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10532>



- Layard, Richard. (2013). "Mental health: the new frontier for labour economics". *IZA Journal of Labor Policy*, 2(2), pp. 1-16. <https://izajolp.springeropen.com/articles/10.1186/2193-9004-2-2>
- López-Rodríguez, David, y M.<sup>a</sup> de los Llanos Matea. (2020). "La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional". Documentos Ocasionales, 2002, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10448>
- Lucas, Robert E. (1988). "On the mechanics of economic development". *Journal of Monetary Economics*, 22, pp. 3-42. <https://www.parisschoolofeconomics.eu/docs/darcillon-thibault/lucasmechanicseconomicgrowth.pdf>
- Lucio, Juan de, y Juan S. Mora-Sanguinetti. (2021). "New dimensions of regulatory complexity and their economic cost. An analysis using text mining". Documentos de Trabajo, 2107, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/14834>
- Lucio, Juan de, y Juan S. Mora-Sanguinetti. (2022). "Drafting 'better regulation': the economic cost of regulatory complexity". *Journal of Policy Modeling*, 44(1), pp. 163-183. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2021.10.003>
- Martínez-Matute, Marta, y Ernesto Villanueva. (2021). "Task Specialization and Cognitive Skills: Evidence from PIAAC and IALS". *Review of Economics of the Household*, 21, pp. 59-93. <https://doi.org/10.1007/s11150-021-09587-2>
- Melguizo, Ángel, y José Manuel González-Páramo. (2013). "Who bears labour taxes and social contributions? A meta-analysis approach". *SERIEs*, 4, pp. 247-271. <https://doi.org/10.1007/s13209-012-0091-x>
- Menéndez, Álvaro, y Maristela Mulino. (2022). "Recuadro 1. Evolución reciente de la vulnerabilidad financiera de las empresas según la Central de Balances Trimestral". En "Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2022". En *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23200>
- Mense, Andreas, Claus Michelsen y Konstantin A. Kholodilin. (2023). "Rent Control, Market Segmentation, and Misallocation: Causal Evidence from a Large-Scale Policy Intervention". *Journal of Urban Economics*, 134, 103513. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2022.103513>
- Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. (2021). *Ageing Report 2021. Country fiche Spain*. [https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/a089d0b9-5dac-4a52-8e86-d3f6e473d008\\_en?filename=es\\_-\\_ar\\_2021\\_final\\_pension\\_fiche.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/a089d0b9-5dac-4a52-8e86-d3f6e473d008_en?filename=es_-_ar_2021_final_pension_fiche.pdf)
- Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. (2022). *Acuerdo para la reforma del Régimen Especial de Trabajadores Autónomos*. Presentación en la Comisión del Pacto de Toledo, 21 de julio de 2022. [https://www.inclusion.gob.es/documents/20121/0/20220721\\_pactodetoledo\\_diapos+%281%29.pdf/df7f1997-e2c8-c4f6-cb67-67aec2ff765b?t=1658402357648](https://www.inclusion.gob.es/documents/20121/0/20220721_pactodetoledo_diapos+%281%29.pdf/df7f1997-e2c8-c4f6-cb67-67aec2ff765b?t=1658402357648)
- Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana. (2022). *Plan Estatal para el Acceso a la Vivienda 2022-2025*. <https://www.mitma.gob.es/vivienda/plan-estatal-de-vivienda/plan-2022-2025/objetivos>
- Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana. (2023). *Sistema estatal de referencia del precio del alquiler de vivienda*. <https://www.mitma.gob.es/vivienda/alquiler/indice-alquiler>
- Monrás, Joan, y José García-Montalvo. (2023). "The Effect of Second-Generation Rent Controls: Evidence from Catalonia". Working Papers, 1345, Barcelona School of Economics. <https://bse.eu/research/working-papers/effect-second-generation-rent-controls-new-evidence-catalonia>
- Mora-Sanguinetti, Juan S. (2022a). "La evaluación de las políticas públicas: La Administración de Justicia". *Papeles de Economía Española*, 172, Funcas, pp. 100-109. <https://www.funcas.es/articulos/la-evaluacion-de-las-politicas-publicas-la-administracion-de-justicia/>
- Mora-Sanguinetti, Juan S. (2022b). "Las cuatrocientas mil normas de la democracia española. Cuantificación e impacto de la complejidad normativa de España". *Revista de las Cortes Generales*, 114, pp. 231-253. <https://doi.org/10.33426/rcg/2022/114/1722>
- Mora-Sanguinetti, Juan S., y Ricardo Pérez-Valls. (2020). "¿Cómo afecta la complejidad de la regulación a la demografía empresarial? Evidencia para España". Documentos de Trabajo, 2002, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10489>
- Mora-Sanguinetti, Juan S., Javier Quintana, Isabel Soler y Rok Spruk. (2023). "Sector-level economic effects of regulatory complexity: evidence from Spain". Documentos de Trabajo, 2312, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/29854>
- Moral-Benito, Enrique. (2018). "Growing by learning: firm-level evidence on the size-productivity nexus". *SERIEs*, 9, pp. 65-90. <https://link.springer.com/article/10.1007/s13209-018-0176-2>
- Mulino, Maristela. (2022). "Recuadro 3. Una aproximación al posible impacto del aumento de los tipos de interés sobre la situación financiera de las empresas". En "Informe trimestral de la economía española". En *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23331>

- Muñoz-Julve, Alejandro, y Roberto Ramos. (2022). "Estimación del impacto de variaciones en el período de cálculo de la base reguladora sobre la cuantía de las nuevas pensiones de jubilación". Documentos Ocasionales, 2219, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23128>
- Nguyen, Anh D. M., Luisanna Onnis y Raffaele Rossi. (2021). "The Macroeconomic Effects of Income and Consumption Tax Changes". *American Economic Journal: Economic Policy*, 13(2), pp. 439-66. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/pol.20170241>
- Observatori Metropolità de l'Habitatge de Barcelona. (2022). *Estructura i concentració de la propietat d'habitatges a Barcelona. Conjunt del parc i segment de lloguer 2021*. <https://www.ohb.cat/wp-content/uploads/2022/11/O-HB-Presentacio-Laboratori-Propietat-2022.pdf>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2022a). "OECD R&D tax incentives database, 2021 edition". *Mapping Business Innovation Support (MABIS), MABIS Project 101004099*. <https://www.oecd.org/sti/rd-tax-stats-database.pdf>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2022b). *OECD Affordable Housing Database*. <https://www.oecd.org/housing/data/affordable-housing-database/>
- Persson, Torsten y Guido Tabellini. (1994). "Is Inequality Harmful for Growth?". *The American Economic Review*, 84(3), pp. 600-621. <https://www.jstor.org/stable/2118070>
- Pina, Álvaro, y Patrizio Sicari. (2021). "Enhancing regional convergence in the European Union". *OECD Economics Department Working Papers*, 1696, OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/253dd6ee-en>
- Rao, Nirupama. (2016). "Do tax credits stimulate R&D spending? The effect of the R&D tax credit in its first decade". *Journal of Public Economics*, 140, pp. 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2016.05.003>
- Rica, Sara de la, y Lucía Gorjón. (2019). "Assessing the impact of a minimum income scheme: The Basque Country case", *SERIEs*, 10, pp. 251-280. <https://doi.org/10.1007/s13209-019-00203-2>
- Rodrik, Dani, y Stefanie Stantcheva. (2021). "Economic Inequality and Insecurity: Policies for an Inclusive Economy". Prepared for Commission Chaired by Olivier Blanchard and Jean Tirole on *Major Future Economic Challenges*. République Française. [https://drodrik.scholar.harvard.edu/files/dani-rodrik/files/rodrik\\_and\\_stantcheva\\_report\\_for\\_macron\\_commission.pdf](https://drodrik.scholar.harvard.edu/files/dani-rodrik/files/rodrik_and_stantcheva_report_for_macron_commission.pdf)
- Romer, Paul M. (1986). "Increasing returns and long-run growth". *Journal of Political Economy*, 94(5), pp. 1002-1037. <https://www.jstor.org/stable/1833190>
- Saez, Emmanuel, Manos Matsaganis y Panos Tsakloglou. (2012). "Earnings determination and taxes: Evidence from a cohort-based payroll tax reform in Greece". *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), pp. 493-533. <https://doi.org/10.1093/qje/qjr052>
- Sanz, Carlos. (2022). "¿Más o menos impuestos? Renta, confianza en las instituciones y preferencias impositivas". *Papeles de Economía Española*, 172, pp. 58-172, Funcas. <https://www.funcas.es/articulos/mas-o-menos-impuestos-renta-confianza-en-las-instituciones-y-preferencias-impositivas/>
- Sanz, Carlos, Albert Solé-Ollé y Pilar Sorribas-Navarro. (2022). "Betrayed by the elites: how corruption amplifies the political effects of recessions". *Comparative Political Studies*, 55(7), pp. 1095-1129. <https://doi.org/10.1177/00104140211047415>
- Sims, David P. (2007). "Out of control: what can we learn from the end of Massachusetts rent control?". *Journal of Urban Economics*, 61(1), pp. 129-151. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2006.06.004>
- Solé-Ollé, Albert, y Pilar Sorribas-Navarro. (2018). "Trust no more? On the lasting effects of corruption scandals". *European Journal of Political Economy*, 55, pp. 185-203. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2017.12.003>
- Tengulov, Angel. (2020). "The Value of Borrowing Diversity: Evidence from the Financial Crisis of 2007-2009". Working Paper. <https://ssrn.com/abstract=2361401>
- World Intellectual Property Organization. (2022). *Global Innovation Index 2022*. <https://www.globalinnovationindex.org/home>

## LAS PRESTACIONES CONTRIBUTIVAS POR DESEMPLEO: UN ANÁLISIS GRANULAR A PARTIR DE LA MUESTRA CONTINUA DE VIDAS LABORALES

A lo largo de las últimas décadas —también en la actualidad—, las tasas de paro de la economía española han sido persistentemente más elevadas que las registradas en otros países europeos. En este contexto, resulta fundamental, entre otras actuaciones, una revisión exhaustiva de nuestras políticas activas y pasivas de empleo. El propósito fundamental de este recuadro es contribuir, de forma tentativa y parcial —puesto que el análisis se centra exclusivamente en las políticas pasivas de empleo y, dentro de ellas, en las prestaciones contributivas por desempleo—, a este necesario proceso de revisión.

Para ello, se realiza, en primer lugar, un ejercicio diagnóstico que permite caracterizar el funcionamiento de las prestaciones contributivas por desempleo en nuestro país durante las últimas décadas. Este ejercicio diagnóstico es un paso previo indispensable en cualquier proceso de revisión de las políticas económicas.

En segundo lugar, este recuadro explora si sería posible ajustar la configuración actual de nuestro sistema de prestaciones de forma que se favoreciera el retorno al empleo de sus beneficiarios. Todo ello sin afectar al grado de protección agregada *ex ante* que este mecanismo proporciona a los trabajadores y desempleados, que constituye una red de seguridad imprescindible en la economía española.

Con carácter general, las políticas pasivas de empleo son todas aquellas medidas que buscan mantener la renta de los desempleados mientras estos no tienen un empleo. En España, el principal instrumento en la implementación de estas políticas son las prestaciones contributivas por desempleo<sup>1</sup>. En 2022, estas supusieron el 69,5 % del gasto total en políticas pasivas en nuestro país, que ascendió a 19.623 millones de euros.

Las prestaciones contributivas por desempleo están disponibles para todos aquellos trabajadores que pierden su empleo de forma involuntaria y han cotizado al menos un año desde la última prestación. Su duración máxima oscila entre los cuatro meses —para períodos cotizados de un año— y los dos años —para períodos cotizados de

seis años o más—. La cuantía inicial de la prestación es de un 70 % del salario medio cotizado en los últimos seis meses trabajados. Este porcentaje —denominado «ratio de reemplazamiento»— se reduce hasta el 60 % a partir del séptimo mes de prestación. A estos importes se les aplican unos máximos y mínimos, que dependen de la situación familiar, y que actualmente oscilan entre 560 y 749 euros mensuales, como mínimo, y entre 1.225 y 1.575, como máximo.

El primer objetivo de este recuadro es caracterizar las prestaciones contributivas por desempleo que se han observado en la economía española entre 1987 y 2019 —antes del estallido de la pandemia de COVID-19, que supuso una considerable distorsión para las dinámicas de nuestro mercado laboral en 2020-2021—. En particular, se analizan tres cuestiones: 1) qué duración máxima tenían estas prestaciones en el momento de iniciarse los episodios de desempleo; 2) cuántas de ellas se agotaron antes de que sus beneficiarios encontraran un nuevo empleo, y 3) cómo evolucionó a lo largo del tiempo la cuantía mensual de las prestaciones.

Para responder a estas cuestiones se utiliza la información granular que proporciona la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL). Esta muestra facilita cientos de miles de historias laborales a nivel individual, que incluyen episodios de no empleo, distinguiendo si el individuo es perceptor de una prestación contributiva por desempleo o no. A partir de esta información, es posible estimar la duración máxima potencial y la cuantía de dichas prestaciones<sup>2</sup>.

El gráfico 1 muestra la duración potencial de estas prestaciones en el momento de comenzar los episodios de desempleo. Como se puede apreciar, la mayoría de ellas tenían una duración o muy corta o muy larga. En efecto, aproximadamente la mitad de las prestaciones otorgadas entre 1987 y 2019 tenían una duración potencial máxima de cuatro o seis meses. En el lado opuesto, un 18 % de las nuevas prestaciones presentaban una duración potencial de 22 o 24 meses.

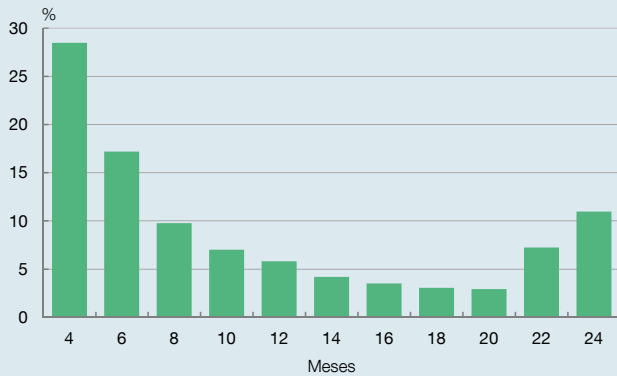
Cabe señalar que, entre los beneficiarios de las prestaciones con mayor duración potencial, tenían un

1 Otras políticas pasivas de empleo son los subsidios por desempleo y los pagos por prejubilaciones. Algunas políticas de mantenimiento de rentas que no están directamente relacionadas con la pérdida involuntaria del empleo —como el ingreso mínimo vital— no se pueden considerar, puramente, políticas pasivas de empleo.

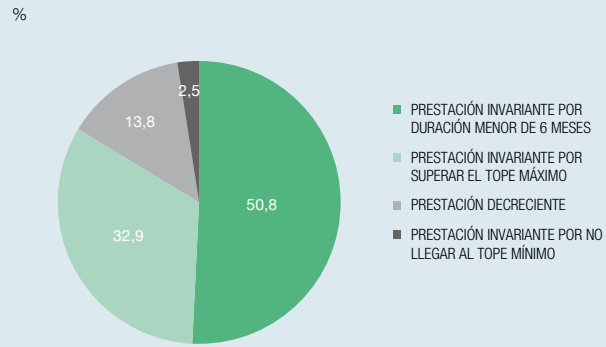
2 Para más detalles sobre el procedimiento para estimar estas variables, véase Cristina Guillamón, Mario Izquierdo y Sergio Puente. (2023). «Duration vs. replacement: A microsimulation analysis of unemployment benefits». Documentos Ocasionales - Banco de España. De próxima publicación.

**LAS PRESTACIONES CONTRIBUTIVAS POR DESEMPLEO: UN ANÁLISIS GRANULAR A PARTIR DE LA MUESTRA CONTINUA DE VIDAS LABORALES (cont.)**

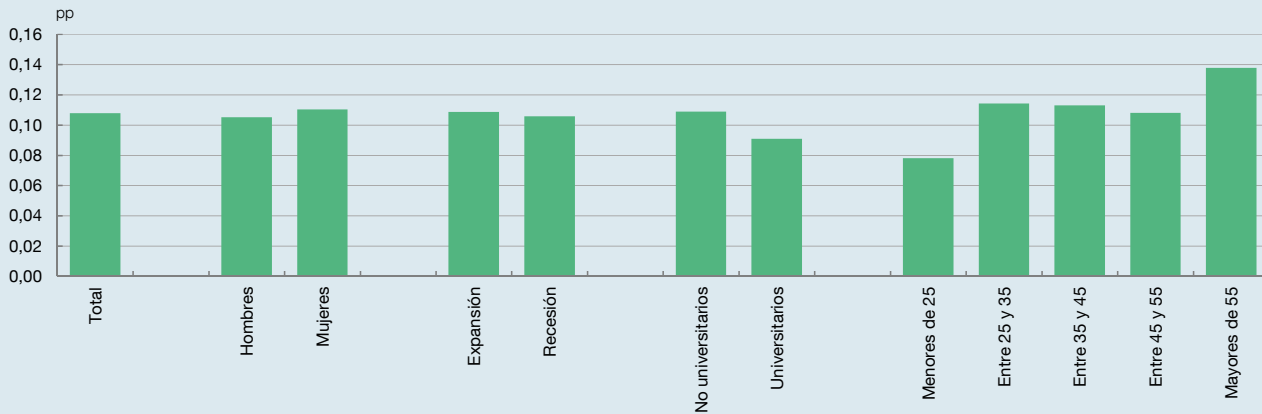
**Gráfico 1**  
DURACIÓN INICIAL DE LAS PRESTACIONES CONTRIBUTIVAS INICIADAS ENTRE 1987 Y 2019



**Gráfico 2**  
DISTRIBUCIÓN DE LAS PRESTACIONES CONTRIBUTIVAS INICIADAS ENTRE JULIO DE 2012 Y 2019, SEGÚN SU PERFIL INVARIANTE/DECRECIENTE



**Gráfico 3**  
INCREMENTO SIMULADO DE LA PROBABILIDAD MENSUAL DE REENTRADA AL EMPLEO (a)



**FUENTE:** Banco de España, a partir de los datos de la Muestra Continua de Vidas Laborales.

a Las columnas muestran el cambio en la probabilidad de encontrar empleo al reducir la duración inicial de todas las prestaciones en un 5% y aumentar la cuantía mensual en 2 pp sin modificar prestaciones mínimas y máximas. El modelo utilizado es un modelo de probabilidad lineal de encontrar un empleo sobre los parámetros de la prestación, además de un conjunto de variables de control que nos aseguran que el efecto de las prestaciones está aislado de la posible correlación que estas puedan tener con otras variables observables. Las variables de control incluyen edad, tiempo de permanencia en el desempleo, tamaño de la familia, educación, controles de mes y de año, y efectos fijos de individuo. La mayoría de las variables se incluyen de forma semiparamétrica, para evitar imponer *a priori* formas funcionales concretas.

**Cuadro 1**  
PORCENTAJE DE PRESTACIONES QUE SE AGOTAN ANTES DE ENCONTRAR TRABAJO, SEGÚN DURACIÓN INICIAL, Y MOMENTO DE REENTRADA AL TRABAJO

%	4 meses	De 6 a 10 meses	De 12 a 16 meses	De 18 a 22 meses	24 meses
1987-2019	50	31	22	18	18
2000-2007	47	26	17	14	14
2008-2012	52	32	21	15	13
2013-2019	44	25	21	21	20

**FUENTE:** Banco de España, a partir de los datos de la Muestra Continua de Vidas Laborales.

## LAS PRESTACIONES CONTRIBUTIVAS POR DESEMPLEO: UN ANÁLISIS GRANULAR A PARTIR DE LA MUESTRA CONTINUA DE VIDAS LABORALES (cont.)

mayor peso relativo las personas con más edad —de media 43 años, frente a una media de 35 años en el caso de los beneficiarios de prestaciones con duración igual o inferior a seis meses—, las de mayor cualificación —un 11,3 % de ellas se encontraban en los grupos de cotización 1 y 2<sup>3</sup>, frente a un 8,5 % en el caso de otras prestaciones con menor duración— y los hombres —que suponían un 63 % de este colectivo de beneficiarios—.

El cuadro 1 presenta qué porcentaje de las prestaciones por desempleo se agotaron antes de que su beneficiario encontrara un nuevo puesto de trabajo. Naturalmente, este porcentaje es muy diferente en función de la duración potencial máxima de la prestación. Así, en el total de la muestra, aproximadamente la mitad de las prestaciones de cuatro meses se agotaron antes de que su beneficiario hubiese retornado al empleo. Este porcentaje se reduce conforme aumenta la duración potencial de la prestación, al disponer su beneficiario de más tiempo para encontrar un nuevo trabajo. No obstante, incluso en las duraciones más largas, un 18 % de los beneficiarios agotaron su prestación. En el cuadro 1 también se puede apreciar que el porcentaje de prestaciones que se agotan depende no solo de la duración potencial de estas, sino también del momento cíclico de la economía, si bien las diferencias que se han observado en esta dimensión no han sido muy significativas.

Con respecto a la cuantía mensual de la prestación, la MCVL ofrece la base de cotización de sus beneficiarios. Por tanto, para calcular el importe percibido cada mes, basta con estimar la situación familiar del individuo y aplicar el porcentaje correspondiente<sup>4</sup> y los topes mínimos y máximos a dicha base. Estos topes, junto con el hecho de que un gran número de prestaciones fueran de corta duración, terminaron implicando que la mayor parte de las prestaciones —más del 86 % del total— tuvieran, durante el período analizado, una cuantía mensual constante en el tiempo.

En efecto, el gráfico 2 señala que más de la mitad de las prestaciones otorgadas entre julio de 2012 y 2019 tuvieron un importe mensual constante en el tiempo por presentar

una duración menor de seis meses. Además, si bien las prestaciones de mayor duración estaban, en principio, sujetas a una caída en su cuantía mensual del 70 % al 50 % del anterior salario a partir del séptimo mes, una gran parte de ellas —que representan un 32,9 % del total— no mostraron eventualmente un perfil decreciente en su importe, por ser los dos porcentajes anteriores superiores al tope máximo. Asimismo, algunas prestaciones de menor cuantía —que suponen un 2,5 % del total— también tuvieron una cuantía constante en el tiempo por no llegar al tope mínimo de la prestación.

Después de esta caracterización, el segundo objetivo del recuadro es explorar si sería posible ajustar algún parámetro en la configuración del sistema de prestaciones contributivas por desempleo de manera que, preservando en todo momento el grado de protección agregado que esta política pasiva proporciona a los trabajadores y desempleados de nuestro país, se pudiera favorecer el retorno de los parados a un puesto de trabajo.

Para este propósito, se utiliza un microsimulador<sup>5</sup> desarrollado por el Banco de España que permite evaluar en qué medida determinados cambios en los parámetros del sistema de prestaciones podrían afectar a la probabilidad de reincorporación al empleo de sus beneficiarios. Este microsimulador incluye controles de las principales características del individuo, ya que estas pueden afectar significativamente a la probabilidad de reentrada al empleo, independientemente de la configuración específica del sistema de prestaciones. Por ejemplo, en la muestra considerada, la probabilidad mensual de reentrada al empleo para un joven de entre 16 y 25 años fue del 8,4 %. Esa misma cifra se reduce sustancialmente para los mayores de 55 años, hasta el 5 %. Diferencias similares se encuentran entre expansiones (7,6 %) y recesiones (5,6 %), entre grupos de cotización 1 y 2 (8,6 %) y el resto (6,9 %), y entre hombres (8,1 %) y mujeres (6 %).

Una vez tenidas en cuenta estas importantes diferencias a nivel individual, el microsimulador permite cuantificar el

3 Correspondientes a universitarios.

4 Hay que tener en cuenta que, en el tramo de más de seis meses de prestación, la ratio de reemplazamiento fue del 50 % entre julio de 2012 y 2021, y del 60 % fuera de ese período. Por ello, en este párrafo se analizan solo los datos desde julio de 2012 hasta 2019. Los resultados obtenidos con datos anteriores a 2012 son similares, con un porcentaje de prestaciones decrecientes muy parecido, siendo algo más numerosas las prestaciones constantes por superar el tope máximo y algo menos relevantes las constantes por tener una duración menor de seis meses.

5 La microsimulación es una técnica de modelización que opera a nivel de individuos y que permite estimar los efectos que un cierto cambio en una determinada política podría tener sobre cada uno de los individuos considerados. Para más detalles sobre cómo está construido el microsimulador empleado en este recuadro, véase Cristina Guillamón, Mario Izquierdo y Sergio Puente. (2023). «Duration vs. replacement: A microsimulation analysis of unemployment benefits». Documentos Ocasionales - Banco de España. De próxima publicación.

## LAS PRESTACIONES CONTRIBUTIVAS POR DESEMPLEO: UN ANÁLISIS GRANULAR A PARTIR DE LA MUESTRA CONTINUA DE VIDAS LABORALES (cont.)

impacto que ciertos cambios en la duración potencial de las prestaciones y en su cuantía podrían tener sobre la probabilidad de reentrada al empleo de los beneficiarios<sup>6</sup>. En este sentido, se exploran los efectos de una configuración hipotética del sistema de prestaciones en la que este mantiene su nivel actual de protección agregada *ex ante* a través de un aumento en la cuantía mensual de las prestaciones y de una reducción en la duración potencial de estas. En particular, a título ilustrativo, se considera un esquema en el que la duración potencial de todas las prestaciones se reduce un 5 %, al tiempo que el importe mensual de estas se incrementa a través de un aumento de 2 puntos porcentuales (pp) en los ratios de reemplazamiento —del 70 % al 72 % y del 60 % al 62 %—, sin modificar los topes mínimos ni máximos<sup>7</sup>.

El gráfico 3 pone de relieve que, como consecuencia de este cambio en el diseño del sistema de prestaciones, las probabilidades de reincorporación al empleo se elevan para todos los colectivos considerados, siendo el incremento mensual promedio de dicha probabilidad de 0,11 pp aproximadamente. Este impacto positivo sería mayor para los beneficiarios con menos estudios y los de mayor edad. Por otra parte, en línea con los resultados presentados en el cuadro 1, el impacto positivo agregado de este esquema alternativo no diferiría de forma apreciable según la posición cíclica de la economía.

Los resultados de este ejercicio analítico, que están en línea con otros que se han documentado en la literatura académica<sup>8</sup>, apuntan a que podría existir un cierto margen de mejora en el diseño de las prestaciones por desempleo. La granularidad del ejercicio que se ha llevado a cabo

también permite identificar qué colectivos se verían potencialmente más afectados por los cambios simulados, de manera que podrían articularse diferentes medidas compensatorias para tratar de neutralizar cualquier posible efecto adverso que llegara a producirse.

En todo caso, varios elementos recomiendan una interpretación prudente de los resultados presentados. En primer lugar, el hecho de que, a lo largo de las últimas décadas, no haya habido modificaciones de gran calado en el sistema de prestaciones por desempleo dificulta que se puedan cuantificar con precisión los efectos que unos eventuales cambios en este podrían tener en la conducta de los trabajadores y en el comportamiento agregado de la economía.

En segundo lugar, el análisis termina en 2019, con el objetivo de evitar las notables distorsiones causadas en el mercado laboral por la pandemia de COVID-19. No obstante, desde entonces, entre otros cambios normativos relevantes, se aprobó una reforma del mercado laboral a finales de 2021. En este sentido, aún no es posible valorar con precisión el impacto de dicha reforma sobre las dinámicas de nuestro mercado de trabajo y, por tanto, sobre algunos de los principales desarrollos tratados en este estudio.

En tercer lugar, este recuadro está centrado únicamente en las políticas pasivas de empleo. No obstante, la probabilidad de reentrada al mercado laboral está muy condicionada también por el diseño y la efectividad de las políticas activas de empleo, lo que recomendaría un análisis conjunto de ambos instrumentos.

6 Esta estimación se realiza mediante un modelo lineal de probabilidad en el que la variable dependiente toma el valor uno si el individuo pasa a trabajar en el mes siguiente. Se estima sobre una muestra con todos los no empleados y, para captar la posible heterogeneidad en los efectos, los parámetros de la prestación se estiman mediante 600 coeficientes distintos, que cubren los cruces entre las distintas duraciones pendientes de la prestación y el resto de las variables observables.

7 Otros esquemas, en los que también se elevan las prestaciones mínimas y máximas, ofrecen resultados cualitativamente similares a los presentados en este recuadro.

8 Varios estudios han subrayado la importancia de la duración de la prestación en la salida del desempleo, tanto para España como para otros países europeos. Para Europa, véanse, por ejemplo, Jennifer Hunt. (1995). «The effect of unemployment compensation on unemployment duration in Germany» *Journal of Labor Economics*, 13(1), pp. 88-120; Marco Caliendo, Konstantinos Tatsiramos y Arne Uhlenborff. (2013). «Benefit duration, unemployment duration and job match quality: A regression discontinuity approach». *Journal of Applied Econometrics*, 28(4), pp. 604-627; Kenneth Carling, Bertil Holmlund y Altin Vejsiu. (2001). «Do benefit cuts boost job finding? Swedish evidence from the 1990s». *The Economic Journal*, 111, pp. 766-790; Knut Røed y Tao Zhang. (2003). «Does unemployment compensation affect unemployment duration?». *The Economic Journal*, 113, pp. 190-206, y Jan C. van Ours y Milan Vodopivec. (2006). «How shortening the potential duration of unemployment benefits entitlement affects the duration of unemployment: Evidence from a natural experiment». *Journal of Labor Economics*, 24(2), pp. 351-37. Para España, Olympia Bover, Manuel Arellano y Samuel Bentolila. (2002). «Unemployment duration, benefit duration, and the business cycle». *The Economic Journal*, 112, pp. 223-265; José María Arranz y Juan Muro. (2004). «An extra time duration model with application to unemployment duration under benefits in Spain». *Revista de Economía Pública*, 171 (4/2004), Hacienda Pública Española, pp. 133-156, y Yolanda Rebollo-Sanz. (2012). «Unemployment insurance and job turnover in Spain». *Labour Economics*, 19(3), pp. 403-426.

**LAS PRESTACIONES CONTRIBUTIVAS POR DESEMPLEO: UN ANÁLISIS GRANULAR A PARTIR DE LA MUESTRA CONTINUA DE VIDAS LABORALES** (cont.)

Por último, los ejercicios desarrollados en este trabajo solo valoran qué impacto podrían tener los cambios en el sistema de prestaciones sobre la rapidez a la hora de encontrar un empleo. También sería conveniente analizar si la configuración del sistema puede afectar, además, a la calidad de los nuevos empleos creados; por ejemplo, en

la medida en que una mayor duración potencial de la prestación pudiera favorecer que sus beneficiarios encontraran un mejor emparejamiento en su vuelta al empleo entre sus habilidades y el nuevo puesto de trabajo<sup>9</sup>. Todas estas cuestiones serán objeto de un mayor análisis en el futuro.

9 En este sentido, Arash Nekoei y Andrea Weber. (2017). «Does Extending Unemployment Benefits Improve Job Quality?». *American Economic Review*, 107(2), pp. 527-61, utilizando datos de Austria, encuentran que una extensión de la duración de la prestación de 30 a 39 semanas para los trabajadores de más antigüedad reduce la probabilidad de caídas salariales en la vuelta al empleo de más del 40%. La extrapolación de estos resultados a la economía española no es inmediata, en la medida en que la duración de estas prestaciones es sensiblemente menor que la de sus equivalentes en España.





# 3

## EL EPISODIO ACTUAL DE TENSIONES INFLACIONISTAS EN EL ÁREA DEL EURO, LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA Y SUS EFECTOS



## 1 Introducción

**En este capítulo se analiza el episodio inflacionista actual en el área del euro y en España, así como sus perspectivas a corto y medio plazo.** Este proceso se inició en 2021, fundamentalmente como consecuencia de diversos factores globales que incidieron negativamente sobre la oferta. Sin embargo, a lo largo de 2022 las presiones inflacionistas se fueron generalizando y los factores internos de demanda también han pasado a desempeñar un papel relevante en las dinámicas más recientes de los precios. Aunque en los últimos trimestres se ha iniciado una fase de moderación de la inflación, esta aún permanece en registros elevados, especialmente en los componentes más estables y en los alimentos. De cara al futuro, se espera que la inflación converja a medio plazo a tasas coherentes con el objetivo de la política monetaria, si bien existen algunos factores de riesgo que introducen incertidumbre sobre el alcance de este proceso de desinflación.

**Asimismo, se describe la respuesta de la política monetaria ante el repunte de los precios y se evalúan los efectos de aquella sobre las condiciones financieras, la actividad económica y las dinámicas de la inflación en el área del euro.** Durante los últimos trimestres, los principales bancos centrales mundiales —y, entre ellos, el Banco Central Europeo (BCE)— han respondido a la persistencia de unas elevadas presiones inflacionistas con un notable endurecimiento de sus políticas monetarias. En este capítulo se analiza cómo se está transmitiendo, por el momento, este endurecimiento de la política monetaria a la economía. Como parte de este ejercicio, se presta una atención especial a la comparación con otros episodios de endurecimiento previos, así como a la incidencia heterogénea que estas decisiones de política monetaria están teniendo entre jurisdicciones y agentes económicos.

**El estudio de la transmisión de la política monetaria es especialmente relevante en la coyuntura actual, ya que, por varios motivos, no está claro que esta opere de la misma forma que en otros episodios anteriores.** En primer lugar, el último ciclo de endurecimiento significativo y duradero de la política monetaria comenzó en 2005, hace casi dos décadas. Desde entonces, la economía del área del euro y la economía global han experimentado transformaciones muy importantes en diversas dimensiones. En segundo lugar, no existen precedentes en las últimas décadas de un endurecimiento de la política monetaria tan intenso y rápido como el actual. Por último, el actual ciclo de endurecimiento viene precedido de un período largo de política monetaria expansiva que ha incluido nuevos instrumentos no convencionales, como la compra de activos financieros, que ahora debe revertirse. Dados estos elementos diferenciales, que podrían implicar que la evidencia histórica sobre la transmisión de la política monetaria no fuera directamente aplicable en el contexto actual, resulta fundamental realizar un seguimiento riguroso y detallado sobre cómo se está

produciendo dicha transmisión en los últimos trimestres, de manera que este análisis pueda servir de guía en la conducción de la política monetaria actual.

## 2 El aumento de la inflación y sus determinantes clave a medio plazo

Desde 2021, el aumento de la inflación en el área del euro y en España<sup>1</sup> ha respondido a una sucesión de factores, muchos de ellos de carácter global y extraordinario, que han operado con distinta intensidad durante los últimos trimestres (véase esquema 3.1). En esta sección se hace, en primer lugar, un breve repaso de los factores que han impulsado la inflación al alza. A continuación, se analizan el período reciente de moderación de la inflación y el cambio en su naturaleza. Por último, se presentan las perspectivas a medio plazo y algunos de los factores de riesgo más significativos.

### 2.1 El aumento de la inflación

**El área del euro afronta un episodio inflacionista extraordinario por su magnitud y persistencia.** Se inició en 2021 a escala global<sup>2</sup>, pero se intensificó en 2022 agravado por las consecuencias sobre los mercados de materias primas de la invasión rusa de Ucrania. En esta ocasión, Europa estuvo especialmente expuesta por su condición de importador neto de energía y su elevada dependencia del suministro de insumos esenciales desde la región en conflicto, singularmente del gas<sup>3</sup>. El *shock* inflacionista adquiría así un carácter muy excepcional tanto por su magnitud como por su persistencia y el hecho de afectar de manera simultánea a diferentes materias primas, incluidas las alimenticias<sup>4</sup>, lo que hacía difícilmente evitable la extensión de las presiones inflacionistas a buena parte de la cesta de consumo. Durante gran parte de 2021 y 2022, estos factores se vieron agravados, además, por la depreciación del euro, especialmente frente al dólar, que encareció muchos bienes e insumos importados. Esta depreciación, como se analiza más adelante, fue el resultado, entre otros factores, de un mayor endurecimiento de la política monetaria en otras áreas, y en particular en Estados Unidos.

**El aumento de la inflación en 2022 fue más intenso y persistente de lo esperado.** Reflejo de ello fueron las sucesivas revisiones al alza en las previsiones de inflación, tanto en el área del euro como en España, que, en buena medida, reflejaban un comportamiento de los precios de las materias primas energéticas más alcista que lo que incorporaban los supuestos en los que se apoyaban las previsiones<sup>5</sup>. Pero eran también indicativas de una transmisión

1 Para un mayor detalle sobre la evolución de la inflación en España, véase el capítulo 1 de este *Informe Anual*.

2 Para más detalles sobre la gestación de este proceso inflacionario, véase también [Banco de España \(2022a\)](#).

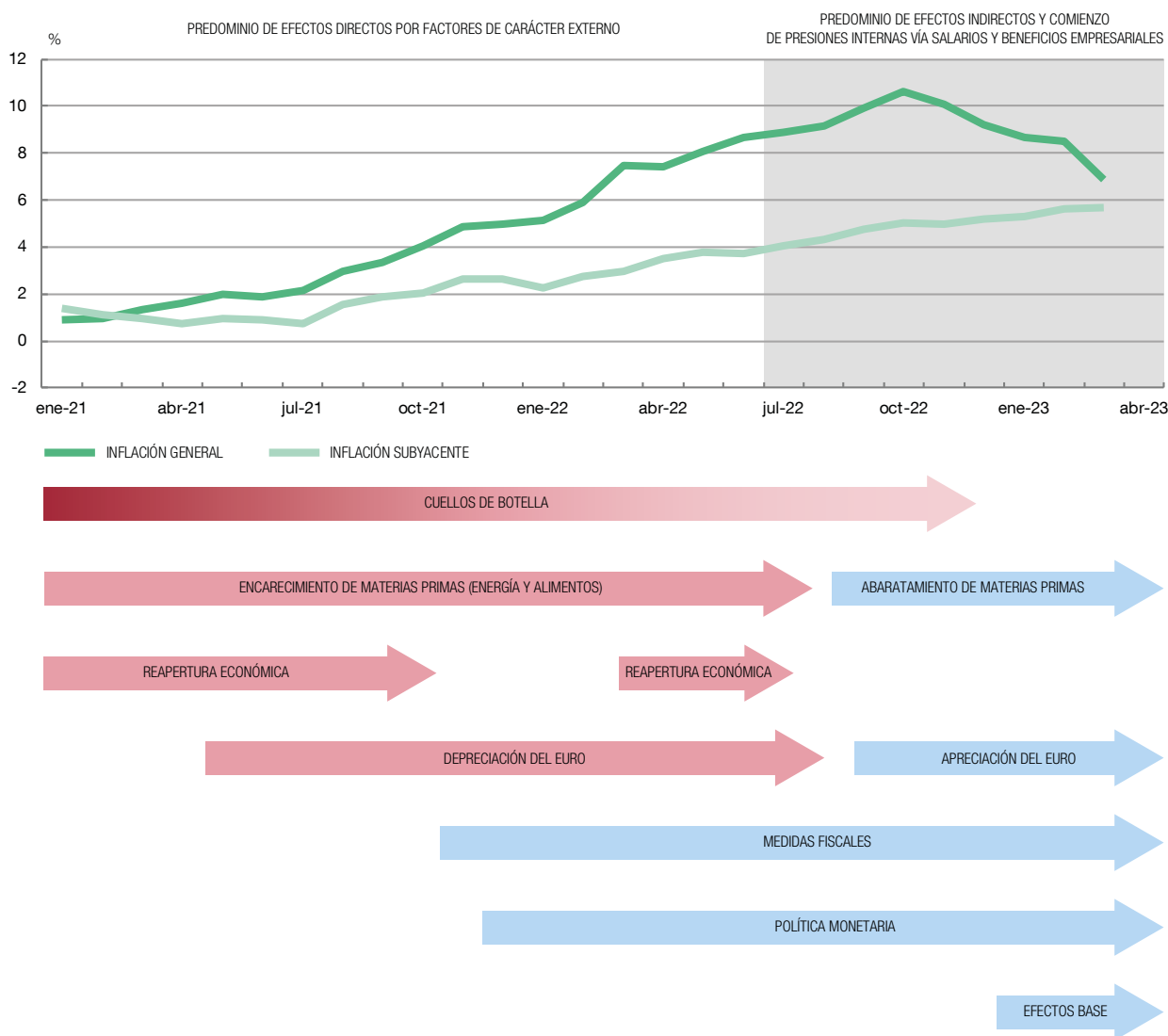
3 Véase el capítulo 4 de este *Informe Anual*.

4 Factores de carácter eminentemente global explican también el encarecimiento de las materias primas alimenticias. Véanse [Bodnár y Schuler \(2022\)](#) y [Borralló, Cuadro Sáez, Pacce y Sánchez \(2023\)](#) para un análisis de los precios de los cereales y de la leche en Europa.

5 Los ejercicios de previsión del Eurosistema utilizan como supuesto para la evolución del precio de las materias primas el derivado de las cotizaciones de los contratos de futuros en el momento de realización de las previsiones. Para más detalle, véase [Chahad, Hoffmann-Drahonsky, Page y Tirpák \(2023\)](#).

Esquema 3.1

**PRINCIPALES FACTORES DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO (a)**



FUENTE: Banco de España.

a Las flechas marcan el inicio y el fin del factor indicado en ellas. El color rojo (azul) de la flecha señala que ese factor ejerce un efecto al alza (a la baja) sobre la inflación. Los indicadores empleados para determinar el comienzo y el final de las fechas son los siguientes. Para los cuellos de botella se emplea el indicador elaborado en Burriel, Kataryniuk, Moreno Pérez y Viani (2023). En el caso del precio de las materias primas se usa un indicador compuesto que recoge los precios de petróleo, gas y alimentos, y para el tipo de cambio, el tipo de cambio efectivo nominal del euro. Para la reapertura de la economía se utiliza un indicador de movilidad elaborado con información del *Global Mobility Report* de Google. En el caso de la política monetaria, el inicio en diciembre de 2021 se corresponde con las primeras medidas de retirada de estímulos por parte del BCE (véase esquema 3.2).

compleja a los precios de consumo de los fuertes aumentos de los precios de las materias primas.

**De especial relevancia fue la materialización de los efectos indirectos derivados del shock energético.** A diferencia de los efectos directos —que recogen, por ejemplo, el impacto del mayor precio del petróleo y del gas sobre el coste de la energía para el consumidor—, los efectos indirectos discurren de manera más gradual a través de los costes de producción y

afectan de forma heterogénea a los sectores productivos en función de su estructura de costes. Así, por ejemplo, su impacto es mayor en sectores como los servicios de transporte, donde la energía tiene un peso elevado en la producción. Pero la propagación de los efectos indirectos a través de la cadena de producción y de distribución acaba encareciendo prácticamente la totalidad de los procesos productivos<sup>6</sup>. Además, en un contexto de inflación global y de depreciación del euro, la presión sobre los costes también discurría a través de los insumos intermedios importados.

**De hecho, la generalización de las presiones inflacionistas en la cesta de consumo fue más intensa de lo esperado.** Ello fue reflejo, por una parte, de la propia envergadura del *shock* energético, que hizo que las empresas ajustaran los precios de venta con una frecuencia mayor que ante *shocks* de magnitud más reducida<sup>7</sup>. Asimismo, algunas circunstancias vinculadas a la pandemia también facilitaron la propagación de la inflación. Entre otras, la presencia de cuellos de botella en las cadenas globales de suministros, la intensificación de la demanda hacia determinados tipos de consumo tras el levantamiento de restricciones —como los servicios de mayor contacto social—, y el mayor consumo de los bienes y servicios relacionados con la vivienda. Además, la notable acumulación de ahorro durante la pandemia y la fortaleza del mercado de trabajo contribuyeron también a respaldar el consumo<sup>8</sup>. De esta forma, la inflación subyacente (es decir, la que excluye los precios de la energía y los alimentos) se situó en 2022 cerca del 4 % en el área del euro y en España<sup>9</sup>. La tasa registrada duplica las previsiones realizadas a finales de 2021 y también supera las realizadas a mediados de 2022, que situaban la inflación subyacente ligeramente por encima del 3 % en 2022, tanto en la Unión Económica Monetaria (UEM) como en España.

**El precio de los alimentos y de la energía, incluyendo los efectos indirectos, explicaron el 80 % de la inflación del área del euro en 2022.** La inflación promedio de 2022 alcanzó el 8,4 %, del cual un 23 % lo explicó el componente de precios de los alimentos y un 60 % el precio de la energía incluyendo un impacto estimado de los efectos indirectos del precio de la energía sobre la subyacente de 1,3 puntos porcentuales (pp) —un 15 % del índice armonizado de precios de consumo (IAPC)— en promedio en 2022 (véase gráfico 3.1.1)

**En este contexto, las expectativas de inflación a medio plazo registraron un suave movimiento al alza.** Las previsiones de inflación a largo plazo de la encuesta de expertos en previsión económica (SPF, por sus siglas en inglés), las de Consensus y aquellas estimadas a partir de los *swaps* de inflación a dos años dentro de dos años se elevaron desde el 1,7 %, 1,9 % y 1,6 % en promedio en 2021, respectivamente, al 2 % (2,1 % en el caso de la SPF) en promedio en 2022. Por su parte, la encuesta de las expectativas de los consumidores elevó

6 Para una descripción de la distribución de costes energéticos en el tejido empresarial español, véase [Matea y Muñoz-Julve \(2022\)](#).

7 Véase [Costain, Nakov y Petit \(2022\)](#). Para el análisis específico de la economía española, véase [González Mínguez, Hurtado, Leiva-León y Urtasun \(2022\)](#).

8 En todo caso, la evidencia de su uso para el consumo es limitada, como ilustra [Martínez-Carrascal \(2022\)](#).

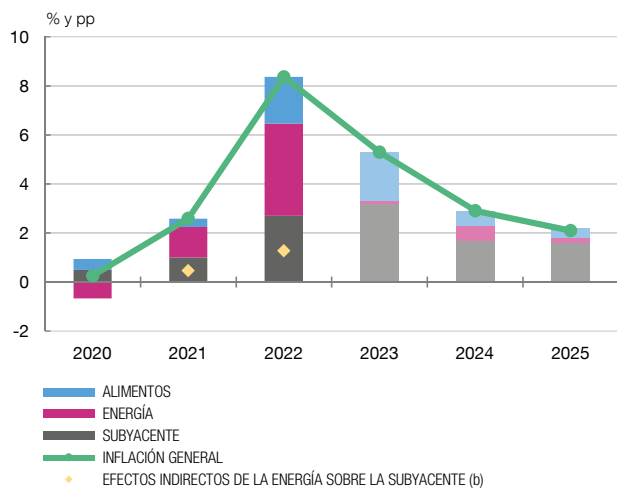
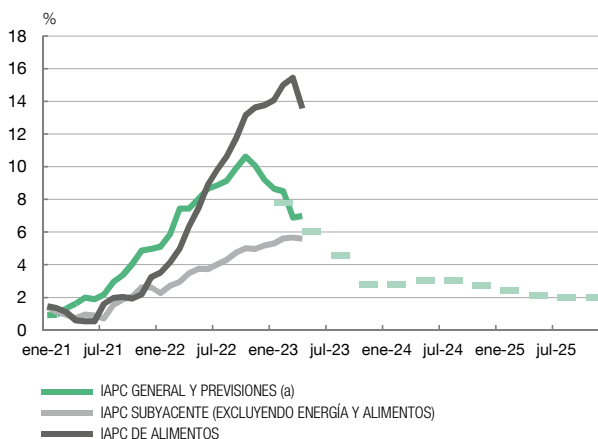
9 Nótese que el Instituto Nacional de Estadística (INE) publica una medida de inflación subyacente alternativa para España que se refiere al índice de precios de consumo (IPC) nacional sin alimentos no elaborados ni productos energéticos. Se trata, por tanto, de un agregado que incluye los alimentos elaborados. Su tasa de variación anual promedio en 2022 fue del 5,2 %.

Gráfico 3.1

**EL EPISODIO INFLACIONISTA EN EL ÁREA DEL EURO SE INTENSIFICÓ EN 2022, PERO HA EMPEZADO A MODERARSE**

El precio de los alimentos y de la energía, incluyendo los efectos indirectos, explicaron el 80 % de la inflación del área del euro en 2022. En el otoño de 2022 la inflación general en el área del euro inició una senda descendente, apoyada en la moderación del componente energético. En cambio, la inflación de los alimentos y la subyacente se mantuvieron elevadas, y se prevé que sean más persistentes.

1 INFLACIÓN Y CONTRIBUCIÓN DE COMPONENTES (a)

2 INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO  
Crecimiento interanual del IAPC

FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a Datos observados hasta 2022 y previsiones del ejercicio de proyección de los expertos del BCE de marzo de 2023.

b El efecto indirecto se calcula aplicando elasticidades históricas empleadas en los modelos macroeconómicos de las proyecciones del Eurosistema a los datos observados de un indicador sintético que combina los precios del petróleo y del gas.



el valor mediano de las perspectivas de inflación a tres años a registros del 3 % a mediados de 2022.

## 2.2 El inicio de una moderación en la inflación y el cambio en su naturaleza

La inflación del área del euro inició una senda descendente en otoño de 2022, si bien con algo más de adelanto en España, en ambos casos apoyada en el componente energético. Como se muestra en el gráfico 3.1.2, la inflación del área de euro creció de forma sostenida hasta octubre de 2022, cuando la tasa interanual del IAPC alcanzó un máximo del 10,6 %. En ese momento, el IAPC de alimentos crecía por encima del 13 % y el de energía un 40 %, y eran el gas y la electricidad los responsables de en torno a la mitad del encarecimiento de los precios de consumo de la energía en la UEM. La inflación general inició entonces una senda descendente que la condujo hasta el 7 % en abril, de acuerdo con la estimación preliminar. La caída de la inflación se apoyó exclusivamente en el precio de consumo de la energía. En cambio, la inflación subyacente y la de alimentos se mantuvieron en registros muy elevados, del 5,6 % y del 13,6 %, respectivamente, en abril. En España, la moderación de la inflación se inició con anterioridad, también apoyada en la corrección del precio de la energía, y se situó en el 3,8 % en abril de acuerdo con el indicador adelantado, desde el máximo del 10,7 % alcanzado en julio de 2022. La inflación subyacente en España mantuvo una senda

alcista hasta febrero, cuando alcanzó el 5,2 %, y se redujo en marzo hasta el 4,6 %. En cambio, la inflación de los alimentos ha continuado en ascenso, y se situó, al igual que en la UEM, por encima de 15 % en marzo, pese al impacto de la reducción en enero de 2023 del tipo impositivo del IVA de algunos alimentos de primera necesidad, con un elevado grado de traslación estimado<sup>10</sup>.

**A corto plazo, se espera que la inflación general prolongue su corrección a la baja.** Se prevé que la inflación del área del euro alcance niveles algo inferiores al 3 % en el último trimestre de 2023, de acuerdo con el ejercicio de proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo<sup>11</sup>. Esa senda implica una reducción de la inflación desde el 8,4 % en promedio durante 2022 hasta el 5,3 % en 2023. En España, las últimas previsiones del Banco de España apuntan a una reducción de la inflación más intensa, desde el 8,3 % en 2022 hasta el 3,7 % en 2023<sup>12</sup>.

**La caída de la inflación general recoge, en parte, factores de carácter mecánico que operan en el corto plazo.** Uno de ellos se deriva de que la inflación se suele medir por el crecimiento interanual de los precios de consumo. Por lo tanto, la tasa de inflación depende del punto inicial de cálculo, es decir, del nivel de los precios hace un año. En este sentido, el hecho de que en 2022 se produjeran fuertes variaciones de los precios al alza ha dado lugar a «efectos base» negativos muy importantes en 2023, que pueden llegar a dominar los movimientos a corto plazo de la inflación, especialmente en los precios de consumo de la energía. Así, el efecto base acumulado entre enero y marzo supone una reducción de la inflación del área del euro de 3 pp (4 pp en España) y supondrá en torno a 4 pp adicionales hasta final de año (menos de 1 pp en España) (véase gráfico 3.2.1). Por otra parte, las nuevas ponderaciones de la cesta de consumo del IAPC, aplicadas desde enero de 2023, recogen una recomposición del consumo de los hogares hacia los servicios, así como un menor peso de las partidas más inflacionistas, en particular de la energía y de los alimentos. Se estima que esta actualización de las ponderaciones tuvo en enero un efecto a la baja en la inflación general y en la subyacente del área del euro de 0,2 pp y 0,4 pp, respectivamente. En España, el efecto del cambio de ponderaciones fue al alza, lo que, unido a cambios metodológicos y a la expiración de la bonificación a los carburantes para los consumidores no profesionales, frenó temporalmente la corrección de la inflación a principios de año<sup>13</sup>.

**La corrección de las cotizaciones de las materias primas y la apreciación reciente del euro también contribuyeron a moderar la inflación.** El petróleo Brent se abarató un 40 % en la segunda mitad de 2022, fluctuando después en valores en torno a los 80 dólares por barril (véase gráfico 3.2.2). La referencia europea de gas natural marcó precios récord en

10 Véase la ficha 20 del «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2023».

11 Véase *Proyecciones Macroeconómicas Elaboradas por los Expertos del BCE de marzo de 2023*.

12 Véase «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2023».

13 El efecto al alza de las ponderaciones refleja, entre otros factores, que los precios de consumo de la energía estaban ya cayendo en enero —un 8 % interanual— y que la reducción del peso de la energía fue más intensa en España. De hecho, el peso de la energía en el IAPC de España pasó en 2023 a ser inferior al que tiene el área del euro. El principal cambio metodológico fue la incorporación a la medición de los precios del gas y de la electricidad de la parte relativa al mercado libre. Véase la ficha 20 del «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo 2023».

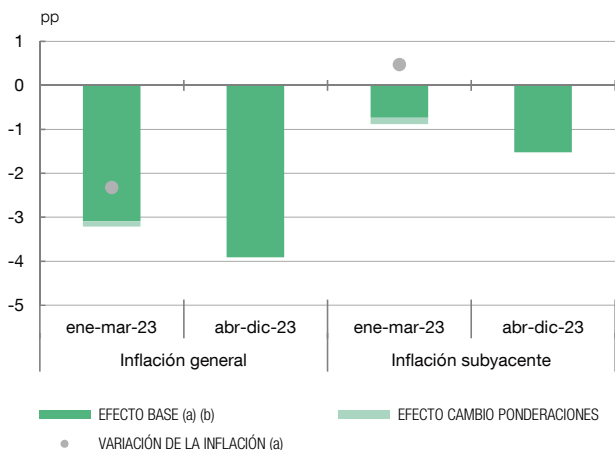


Gráfico 3.2

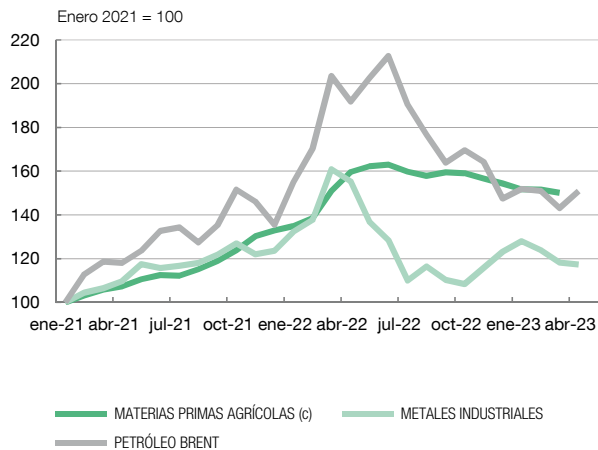
**LA CAÍDA INICIAL DE LA INFLACIÓN GENERAL DEL ÁREA DEL EURO VIENE CONDICIONADA POR DISTINTOS ELEMENTOS**

La caída de la inflación general recoge, por una parte, factores de carácter mecánico que operan en el corto plazo —como los efectos base—, pero también la corrección a la baja del precio de las materias primas y la apreciación reciente del euro. Las medidas fiscales también están conteniendo la inflación, pero su retirada podría tener efectos contrapuestos al alza en los próximos años, especialmente en 2024.

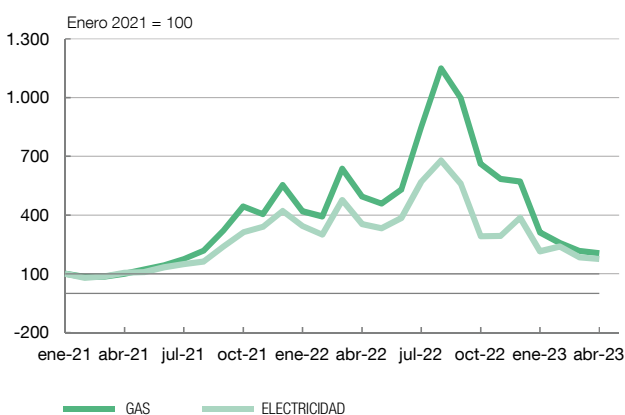
1 EFECTOS BASE Y PONDERACIONES EN LA CESTA DE CONSUMO



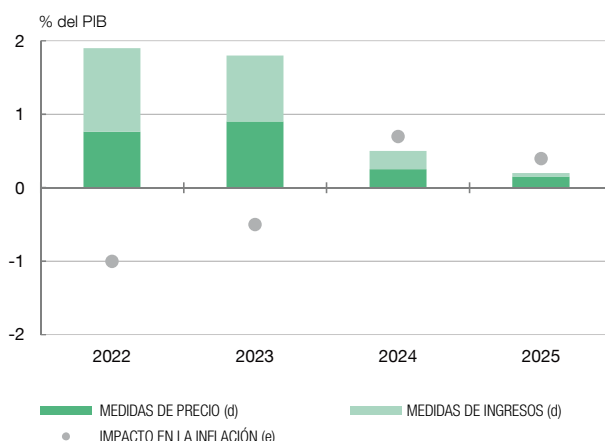
2 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS Y DEL PETRÓLEO



3 GAS Y ELECTRICIDAD: PRECIO EN MERCADOS MAYORISTAS EUROPEOS



4 MEDIDAS FISCALES COMPENSATORIAS DE LA ENERGÍA Y LA INFLACIÓN



FUENTES: Eurostat, Refinitiv, DG-Agri, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Acumulado desde diciembre de 2022.
- b El efecto base de un mes se calcula como la diferencia entre la variación intermensual de los precios en el mismo mes del año anterior respecto a una media de cinco años anteriores.
- c Índice agregado con precios de la Unión Europea (salvo para el café y el azúcar, para los que se utilizan precios de mercados internacionales). Se construye como suma ponderada por el peso relativo en el IAPC en 2022 de los siguientes componentes: cereales (25%), lácteos y huevos (21%), aceites (5%), carne (35%), azúcar (9%) y café (5%). Véase Borrallo, Cuadro-Sáez y Pérez (2022).
- d La clasificación de las medidas se basa en la metodología de la Comisión Europea. Las medidas de precio son aquellas que afectan directamente al coste de consumir una unidad adicional de energía. Las medidas de ingresos no dependen directamente de la cantidad de energía consumida.
- e Los efectos sobre la inflación se muestran a nivel agregado de la zona del euro como desviaciones en puntos porcentuales con respecto a un escenario de referencia sin las medidas de política fiscal compensatorias de la energía y la inflación. Las simulaciones se realizan bajo el supuesto simplificador de que los choques fiscales son exógenos y no hay respuesta de política monetaria.



agosto de 2022, superiores a los 300 euros por megavatio-hora (MWh), y ha caído con fuerza, hasta situarse en niveles en torno a los 40 euros por MWh en abril, registros no vistos desde el verano de 2021 (véase gráfico 3.2.3). Estos comportamientos reflejan la desaceleración de

la demanda global y, en el caso del gas europeo, los niveles elevados de reservas gracias a las medidas de ahorro energético y, especialmente, a las temperaturas suaves del pasado otoño e invierno. Se prevé que esta evolución favorable se mantenga, como indican los precios cotizados en los contratos de futuros del petróleo y del gas. Por otra parte, el euro inició en octubre de 2022 una apreciación que le ha permitido recuperar parte de la notable depreciación experimentada desde principios de 2021, elemento que se analiza con mayor detalle más adelante. En todo caso, la transmisión de los menores precios de la energía operará con ciertos retardos a través, de nuevo, de los efectos directos e indirectos comentados anteriormente; retardos que, en el caso del precio del gas, son especialmente prolongados<sup>14</sup>. La reducción en el coste de la energía también se transmitirá a la producción de las materias primas alimenticias y de los propios alimentos elaborados. De momento, los precios de las materias primas agrícolas han experimentado caídas modestas y permanecen todavía en registros elevados.

**La inflación también se está viendo afectada por las distintas medidas que las autoridades han desplegado para mitigar el impacto del repunte de los precios sobre las familias y las empresas.** En 2022, las autoridades nacionales en los principales países del área del euro aumentaron significativamente el apoyo fiscal destinado a proteger a empresas y a hogares ante la crisis energética y la elevada inflación. En 2023 se han extendido gran parte de estas medidas y se han introducido otras nuevas, con lo que el estímulo total se acerca al 2 % del PIB del área del euro en ambos años (1,4 % y 0,9 % en 2022 y 2023, respectivamente, en España) (véase gráfico 3.2.4). Si bien estas medidas han contribuido a contener la inflación en 2022 y se espera que lo hagan también en 2023, la magnitud de su impacto este año es aún incierta. A la incertidumbre derivada del propio diseño e implementación de las medidas, hay que añadir que algunas de ellas introducen un tope en los precios de la energía y, por tanto, su activación depende de la evolución de los mercados energéticos. Por otra parte, la retirada de estas medidas tendrá efectos contrapuestos, de presión al alza en los precios, en los próximos años, especialmente en 2024. La magnitud de estos efectos dependerá del ritmo de retirada de las medidas.

**Algunos componentes de la inflación subyacente muestran cierta estabilización, pero los datos sugieren que el proceso de generalización de las presiones inflacionistas está incompleto.** Durante 2022 se produjo un comportamiento alcista especialmente notable en los precios de consumo del equipamiento y el mantenimiento de la vivienda, el transporte y las actividades que implican un mayor contacto social<sup>15</sup>. Estas partidas estuvieron más expuestas al encarecimiento de la energía y de los alimentos, a los problemas de suministros en las cadenas globales de valor o a la rápida reactivación de la demanda durante la fase de reapertura. El índice de precios agregado de estos componentes para el área del euro, mostrado en el gráfico 3.3.2, indica cierta estabilización de su tasa de inflación, aunque en niveles elevados superiores al 7 %, desde el verano de 2022. En España, este índice crecía en torno al 6 % interanual en marzo, por la menor inflación relativa en el componente de transporte. Si se

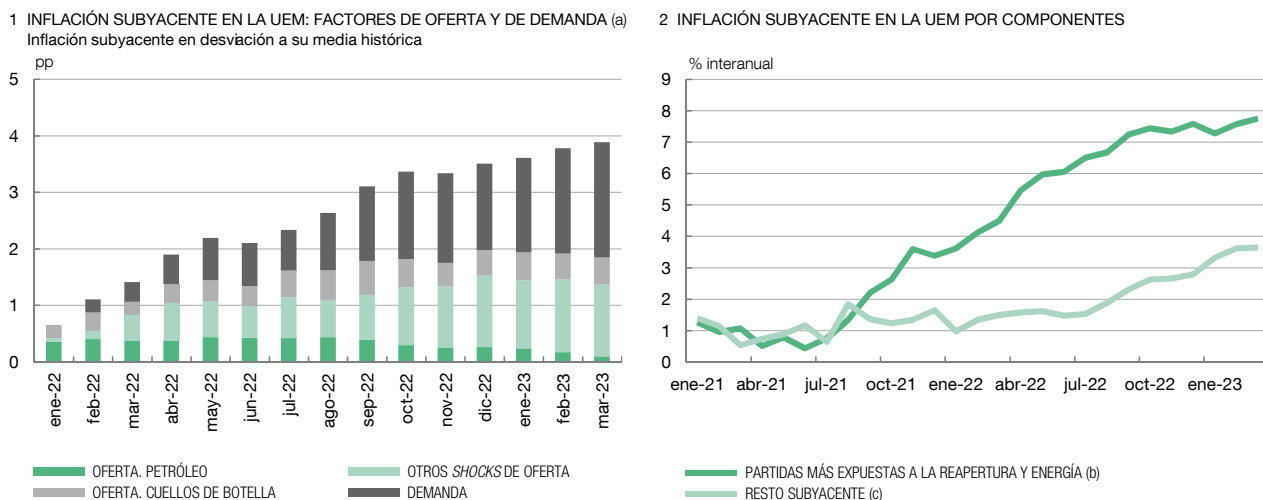
14 Véase López, Párraga y Santabárbara (2022).

15 Véase Pacce, del Río y Sánchez (2022).

Gráfico 3.3

**LA INFLACIÓN SUBYACENTE DEL ÁREA DEL EURO SE ESTÁ MOSTRANDO MÁS PERSISTENTE**

La inflación subyacente sigue impulsada por la transmisión de las perturbaciones pasadas, proceso en el que intervienen factores de demanda y de oferta. Los datos más recientes sugieren que el proceso de generalización de las presiones inflacionistas está incompleto.



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

- a Contribuciones extraídas de un BVAR estructural con cuatro variables: el precio del petróleo, el índice SCPI de presiones en la cadena global de valor de la Reserva Federal, el IAPC y la producción industrial. Las variables están desestacionalizadas. La muestra es mensual y abarca el período 2002-2022. Los *shocks* de oferta, cuellos de botella y de demanda se identifican utilizando restricciones de signo, asumiendo que el *shock* de demanda mueve la producción y los precios en la misma dirección, y el de oferta y los cuellos de botella en diferentes direcciones. Los cuellos de botella se identifican con los movimientos del índice SCPI. El petróleo se considera exógeno en impacto al resto de las variables. Véase Alonso, Kataryniuk y Martínez-Martín (2021).
- b Agregación de los subíndices de «Conservación y equipamiento de vivienda», «Transporte» y «Ocio, restauración y turismo». Véase Pacce, del Río y Sanchez (2022).
- c Este subíndice incluye las rúbricas de «Artículos de vestir y calzado», «Vivienda (sin gastos en energía y en mantenimiento del hogar)», «Sanidad», «Comunicaciones», «Enseñanza» y «Otros bienes y servicios diversos». Incluye el alquiler de la vivienda habitual, no el alquiler turístico.



excluyen estos componentes de gasto, la cesta restante, que tiene un peso superior al 30 % en el IAPC, ha mostrado una inflación muy contenida a lo largo del episodio inflacionista. Sin embargo, desde mediados de 2022 muestra una senda ascendente, pasando de registros en torno al 1,5 % en la UEM, o incluso inferiores en España, a tasas del 3,5 % en el primer trimestre de 2023 (3 % en España), lo que es indicativo de que las presiones inflacionistas continúan generalizándose. Otro reflejo de ello es el aumento del porcentaje de rúbricas con tasas de inflación por encima del 4 %, que en el caso del IAPC subyacente de la UEM ha aumentado hasta cerca del 64 % (un 45 % en España).

**La elevada inflación subyacente se mostrará más persistente a corto plazo, impulsada todavía por la transmisión de los *shocks* pasados.** Tras los elevados niveles de inflación subyacente en 2022 en el área del euro, del 3,9 % (3,8 % en España), las previsiones apuntan a un incremento adicional en 2023, hasta el 4,6 %, de acuerdo con el ejercicio de proyección de los expertos del BCE de marzo (3,9 % en España según las últimas proyecciones del Banco de España). Las estimaciones presentadas en el gráfico 3.3.1 indican presiones de demanda y de oferta sobre los precios todavía elevadas. Los factores de demanda tenían una importancia menor a principios de 2022, pero su contribución fue creciendo hasta el otoño,

estabilizándose desde entonces en niveles elevados. Los factores de oferta asociados a los mayores costes de producción y los cuellos de botella en los suministros —predominantes al inicio de 2022— llegan a explicar en torno a la mitad de la desviación de la inflación subyacente de la zona del euro respecto de su media histórica a principios de 2023.

### 2.3 Senda de inflación a medio plazo y factores de riesgo

**Se espera que la tasa de inflación en el área del euro prosiga su reducción hacia niveles compatibles con el objetivo de política monetaria a medio plazo.** Las últimas previsiones de los expertos del BCE publicadas en marzo anticipan una reducción gradual de la inflación desde el 8,4 % en promedio durante 2022 hasta el 5,3 %, 2,9 % y 2,1 % en 2023, 2024 y 2025, respectivamente. En España se prevé una reducción de la inflación más intensa inicialmente, desde el 8,3 % en 2022 hasta el 3,7 % en 2023, pero una ralentización de la senda descendente en 2024, hasta el 3,6 % —bajo el supuesto de expiración de las medidas fiscales—, retomándola en 2025 hasta el 1,8 %<sup>16</sup>. La mejoría de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro, la reversión de los efectos indirectos ante la caída de los precios de la energía y la propia desaceleración económica ya observada en la segunda mitad de 2022 contribuirán a frenar la inflación subyacente. Las decisiones de política monetaria del BCE y su transmisión a través de unas condiciones financieras más estrictas desempeñarán un papel creciente en la moderación de la demanda, como se verá más adelante.

**Aunque los riesgos al alza sobre la inflación se han moderado, existen factores de riesgo que introducen incertidumbre sobre el alcance del proceso de desinflación.** En primer lugar, la propia resiliencia de la economía del área del euro y el curso de la economía global en un contexto de endurecimiento de la política monetaria a nivel mundial y de riesgos geopolíticos significativos. En segundo lugar, no se puede descartar que la traslación a los precios de consumo de las caídas en los precios de las materias primas sea más lenta que la observada cuando los precios aumentaban. Por último, persisten riesgos al alza procedentes de efectos de segunda ronda a través del comportamiento de los salarios o de los márgenes empresariales.

**La economía del área del euro se ha mostrado resistente al actual contexto inflacionista y de tensiones geopolíticas.** La desaceleración económica del área del euro desde mediados de 2022 no ha sido tan intensa como se esperaba y las perspectivas de PIB para el año en curso se han revisado ligeramente al alza en los últimos meses —hasta el 1 %, de acuerdo con ejercicio de previsión de marzo de los expertos del BCE—. Esta fortaleza reciente no se ha sustentado en el comportamiento de la demanda interna, sino en la acumulación de existencias y en la contribución del sector exterior, pero los datos cualitativos disponibles para el primer trimestre de 2023 señalan una mejora de la confianza de los consumidores y de las empresas, en un contexto de corrección de la inflación y a pesar de las tensiones recientes en el sector financiero.

<sup>16</sup> Véase [Banco de España \(2023\)](#).

## **Una fuente de incertidumbre adicional es el curso de la economía global, en un contexto de endurecimiento de las políticas monetarias y de riesgos geopolíticos significativos.**

La adopción de políticas monetarias más restrictivas y el consiguiente endurecimiento de las condiciones financieras está debilitando la economía global. En este sentido, brotes de inestabilidad financiera como el que hemos vivido en marzo ante los problemas financieros en algunos bancos estadounidenses de tamaño mediano y el banco suizo Credit Suisse podrían aumentar los impulsos recesivos. Aunque la repercusión de este episodio ha sido limitada, no puede descartarse que una reactivación de la inestabilidad financiera provoque un endurecimiento mayor de las condiciones financieras y alimente la incertidumbre. Por otra parte, la prolongación de la guerra en Ucrania o factores de demanda relacionados, entre otros, con la situación macroeconómica de otras economías, especialmente China, podrían volver a generar presiones sobre el precio de las materias primas.

## **El impacto sobre la inflación a escala global de la reapertura de la economía china tras abandonar su política de COVID-cero es una de las principales fuentes de incertidumbre en la coyuntura actual.**

Por un lado, un mayor crecimiento en China impulsaría la demanda a escala global, especialmente de las materias primas, lo que tendería a presionar las tasas de inflación al alza. Por otro lado, la reapertura de China podría acelerar la desaparición de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y reforzar la capacidad de la oferta mundial para satisfacer la demanda, lo que permitiría reducir parcialmente las elevadas presiones inflacionistas actuales. Cuál de estos canales dominará y con qué intensidad son cuestiones, en estos momentos, altamente inciertas, que dependerán, entre otros factores, de la propia composición de la recuperación económica en China. A lo largo del primer trimestre de 2023, a pesar de que China mostró un crecimiento vigoroso, la inflación se moderó y los distintos indicadores de problemas en las cadenas de suministros han seguido prolongando su mejora a escala global.

## **Por otra parte, podrían aparecer asimetrías en la respuesta de los precios de consumo.**

En particular, podría suceder que, ante las caídas que se están observando recientemente en los precios de algunas materias primas, los precios de los bienes y servicios de consumo reaccionaran —a la baja— de forma más lenta que cuando se elevaron como consecuencia del encarecimiento que esos mismos insumos experimentaron durante buena parte de 2021 y 2022. La literatura económica disponible no es concluyente en cuanto a la existencia o no de estas posibles asimetrías. Así, por ejemplo, en el caso del precio del petróleo, [Kilian y Vigfusson](#) (2011) descartan la existencia de asimetrías tanto a nivel de actividad económica como de inflación para Estados Unidos, mientras que [An, Jin y Ren](#) (2014) concluyen, para esta misma economía, que el impacto sobre la inflación es menos acusado tras una disminución del precio del petróleo que ante un aumento. Por otra parte, en el caso de las materias primas alimenticias, [Ferrucci, Jiménez-Rodríguez y Onorante](#) (2011) encuentran que, en la UEM, el encarecimiento de estos insumos se transmite de manera más intensa a los precios de consumo de los alimentos que un abaratamiento de la misma magnitud.

## **La respuesta de los salarios y de los márgenes empresariales será un elemento clave en el comportamiento futuro de la inflación.** Las presiones inflacionistas de origen interno

están ganando importancia tanto en el área del euro como en España. Así, el deflactor del PIB de la UEM creció un 4 % en promedio en 2022 (4,3 % en España), con un perfil de aceleración a lo largo del año, frente a un promedio del 2 % en 2021 (2,3 % en España) (véase gráfico 3.4.1). La descomposición contable de este indicador apunta a una presión reciente contenida de los salarios —recogida en los costes laborales unitarios<sup>17</sup>—, algo más contenida en España que en la UEM. En cambio, la contribución de los excedentes unitarios<sup>18</sup> ha sido creciente durante el ejercicio. No obstante, cuando se considera el período 2019-2022, las contribuciones de los costes laborales unitarios y de los excedentes unitarios al avance del deflactor del PIB son relativamente similares, tanto en la UEM como en España. Por otra parte, a nivel agregado, los márgenes empresariales se suelen aproximar por la ratio entre el EBE y el valor añadido bruto nominal. Si bien esta medida debe interpretarse con cautela, ya que no recoge exclusivamente la evolución de los beneficios empresariales, en el área del euro los márgenes ya habrían superado los niveles previos a la pandemia, mientras que en la economía española aún permanecerían ligeramente por debajo, por lo que en principio no apuntan a una situación de efectos de retroalimentación con la inflación (véase gráfico 3.4.2).

**Las presiones para recuperar el poder adquisitivo perdido podrían ser mayores en los próximos trimestres y generar efectos de segunda ronda sobre la inflación.** Las negociaciones salariales están teniendo lugar en un contexto de mercados laborales tensionados. En particular, la tasa de desempleo ha mostrado una senda descendente que la ha llevado a niveles reducidos, del 6,5 % en el área del euro y del 12,8 % en España, en marzo, al tiempo que el grado de escasez de mano de obra percibido por las empresas se ha estabilizado en niveles muy altos en términos históricos. En este contexto, algunos indicadores salariales, como los convenios de nueva firma, apuntan a presiones salariales crecientes, especialmente en el área del euro (véase gráfico 3.4.3). En España, los convenios de firma más reciente mostrarían un repunte menor que en el área del euro, que, de confirmarse en las negociaciones pendientes el resto del año, podrían apuntar a unos riesgos más limitados de aparición de efectos de segunda ronda sobre la inflación. En cuanto a los márgenes, es de esperar que la debilidad económica prevista en el corto plazo, una demanda moderada en el medio plazo como consecuencia del endurecimiento de las condiciones de financiación y la resolución de los problemas de cuellos de botella den lugar a una compresión de los márgenes empresariales. No obstante, una demanda más vigorosa, la emergencia de vulnerabilidades financieras en las empresas o la persistencia de problemas de oferta podrían dar lugar a un comportamiento más dinámico de lo esperado de esta variable.

**Por último, las expectativas de inflación, que actualmente permanecen ancladas cerca del 2 %, serán un elemento crucial para la fijación de precios y de salarios.** Según la encuesta más reciente sobre expectativas de consumidores (CES, por sus siglas en inglés), de febrero de 2023, el valor mediano de las expectativas de inflación a tres años se situó en el 2,4 %, lo que implica una reducción frente a expectativas del 3 % prevalentes desde mediados de 2022 (véase gráfico 3.4.4). Por su parte, tanto las previsiones de inflación a largo

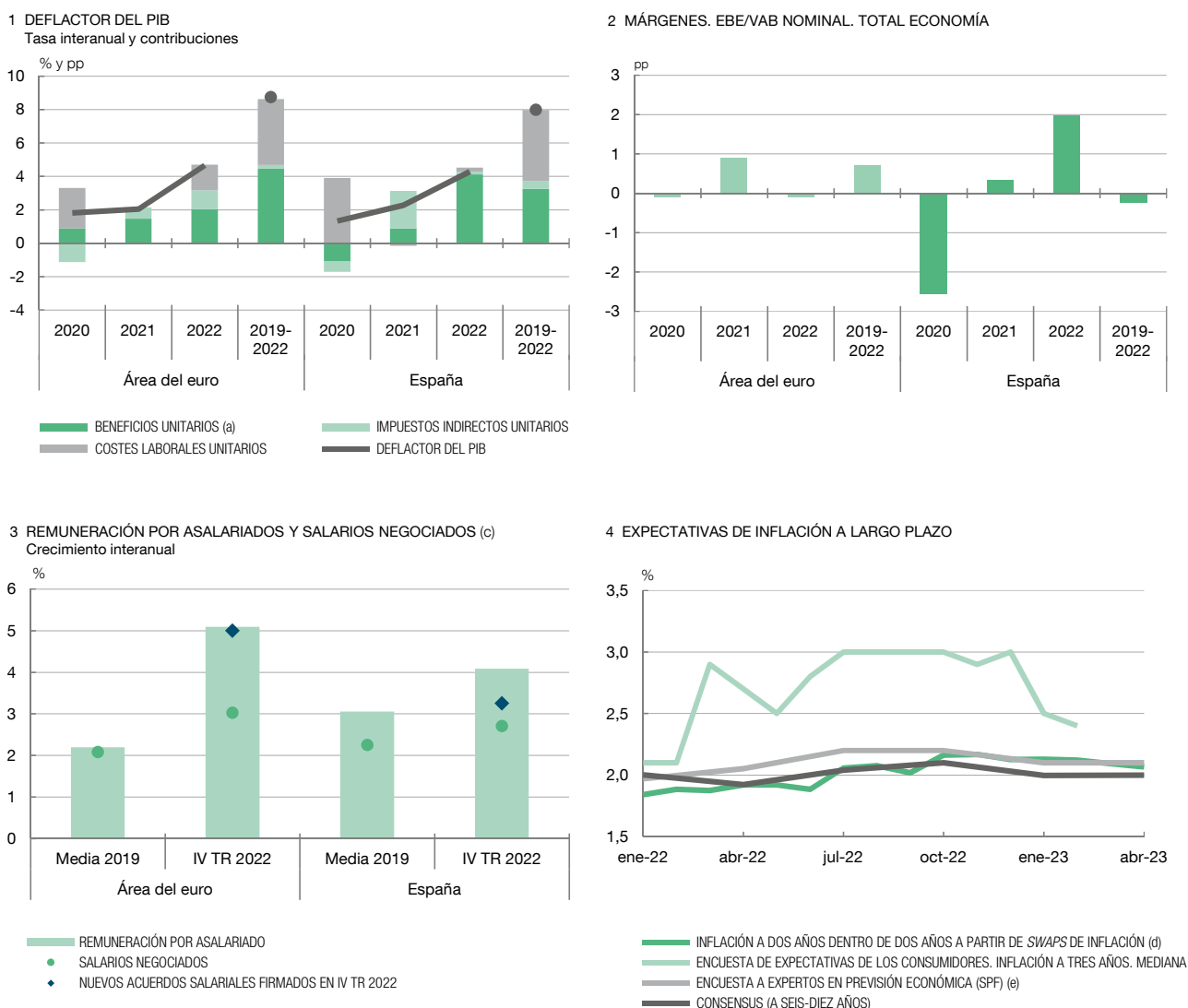
17 Cociente de la remuneración de asalariados sobre el PIB real o, lo que es lo mismo, costes laborales unitarios, esto es, la remuneración por asalariado dividido por la productividad aparente del trabajo.

18 Cociente del excedente bruto de explotación (EBE) sobre el PIB real.

Gráfico 3.4

## LOS EFECTOS DE SEGUNDA RONDA SON UN FACTOR DE RIESGO QUE PODRÍAN CONDICIONAR LA INFLACIÓN FUTURA

Aunque los riesgos al alza sobre la inflación se han moderado, existen factores de incertidumbre sobre el alcance del proceso de desinflación. Entre ellos, posibles efectos de segunda ronda a través de los beneficios empresariales y costes laborales. El anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo en el 2 % es clave para la fijación de precios y de salarios.



**FUENTES:** Eurostat, Comisión Europea, Consensus Economics, BCE y Banco de España.

**a** Cociente del excedente bruto de explotación (EBE) sobre el PIB real. El EBE incluye las rentas mixtas.

**b** Excluyendo pagos extraordinarios (*one-off*).

**c** Ajustados de primas de riesgo. Véase Gimeno y Ortega (2023).

**d** Las expectativas de inflación de la SPF son a 4/5 años. La última encuesta es de abril y se refiere a 2027.



plazo de los expertos de previsión económica (SPF), referidas a 2027, como las de Consensus, referidas al promedio de 2028-2032, han flexionado ligeramente a la baja, situándose en el 2,1 % y en el 2 %, respectivamente, en la encuesta de abril de 2023.

### 3 La respuesta de la política monetaria a las tensiones inflacionistas

**Ante las crecientes tensiones inflacionistas, y al igual que hicieron otros bancos centrales, el BCE pasó a adoptar un tono más restrictivo de su política monetaria desde finales de 2021 con el fin de cumplir con su objetivo primario de mantener la inflación en el 2 % en el medio plazo.** Aunque estas medidas tienen costes a corto plazo en términos de actividad económica, el mantenimiento de la estabilidad de precios es la mayor contribución que un banco central puede hacer para garantizar un crecimiento económico sólido a largo plazo.

**El ciclo actual de endurecimiento de la política monetaria presenta características singulares en comparación con episodios anteriores en términos de la intensidad, la rapidez y el rango de instrumentos utilizados.** La subida de los tipos de interés oficiales ha sido hasta ahora la más rápida e intensa desde el inicio de la unión monetaria. Además, el aumento en los tipos de interés<sup>19</sup>, que ha sido la principal herramienta de política monetaria del BCE debido a la mayor certidumbre acerca de su transmisión a las condiciones financieras y a la economía del área del euro, ha venido acompañado de otras actuaciones relacionadas con las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) o con las compras de activos financieros.

**En una primera fase, finalizaron las compras netas de activos.** En marzo de 2022, las compras netas bajo el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) llegaron a su fin, como se había anunciado en diciembre de 2021, y se recalibraron las compras netas bajo el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), que finalizaron definitivamente el 1 de julio de 2022 (véase esquema 3.2). Estas actuaciones perseguían una normalización de las condiciones financieras mediante una retirada gradual del estímulo monetario que se había generado durante los años anteriores en un contexto de inflación por debajo del objetivo.

**Una vez terminadas las compras netas, se empezaron a elevar los tipos de interés oficiales.** Con la subida de tipos de interés en julio de 2022 —la primera tras más de una década—, de 50 puntos básicos (pb), el tipo de interés de facilidad de depósito abandonó el territorio negativo. Desde entonces, dada la incertidumbre inherente a la evolución de la inflación a corto y medio plazo, el BCE abandonó la orientación sobre la evolución futura de la política monetaria (*forward guidance*) y ha mantenido un enfoque en el que las decisiones se toman en cada reunión atendiendo a los nuevos datos recibidos. Según esto, se decidieron posteriormente los mayores incrementos en la historia del euro, que incluyeron dos aumentos consecutivos de 75 pb en septiembre y en octubre de 2022, y posteriores subidas de 50 pb en las siguientes reuniones hasta marzo de 2023 y de 25 pb en la más reciente de mayo. En conjunto, y hasta la fecha de cierre de este Informe, los tipos de interés oficiales se han incrementado en 375 pb desde julio de 2022.

<sup>19</sup> Estos son los tipos de interés de la facilidad de depósito, de la facilidad marginal de crédito y de las operaciones principales de financiación.



## DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO TOMADAS DESDE DICIEMBRE DE 2021

	Tipos de interés	Compras de activos y operaciones de liquidez
Dic-2021		<b>APP:</b> ritmo de 40 mm € en II TR 2022, 30 mm en III TR y 20 mm desde octubre <b>PEPP:</b> fin de las compras netas al final de marzo de 2022 y reinversiones hasta al menos finales de 2024
Feb-2022		Confirmación de las medidas anunciadas en diciembre de 2021
Mar-2022		<b>APP:</b> recalibración del ritmo de compras <b>PEPP:</b> finalización de las compras netas
Abr-2022		<b>APP:</b> anuncio de la intención de finalizar las compras netas en III TR 2022
Jun-2022	Intención de aumento	<b>APP:</b> finalización de las compras netas a partir del 1 de julio <b>Reunión ad hoc:</b> flexibilidad reinversiones PEPP y anuncio del diseño de un instrumento antifragmentación
Jul-2022	+50 pb DFR: 0,0 %	<b>TPI:</b> aprobación del <i>Instrumento para la Protección de la Transmisión</i> (TPI)
Sep-2022	+75 pb DFR: 0,75 %	
Oct-2022	+75pb DFR: 1,50 %	<b>TLTRO III:</b> ajuste de términos y condiciones
Dic-2022	+50 pb DFR: 2,0 %	<b>APP:</b> desde el inicio de marzo de 2023: disminución de 15 mm € mensuales (promedio) hasta finales de II TR 2023
Feb-2023	+50 pb DFR: 2,50 %	<b>APP:</b> modalidades detalladas para reducir las tenencias
Mar-2023	+50 pb DFR: 3,0 %	
May-2023	+25 pb DFR: 3,25 %	<b>APP:</b> El CG prevé interrumpir las reinversiones en el marco del APP a partir de julio de 2023

FUENTE: Banco de España.

NOTA: APP se refiere al programa de compras de activos, PEPP al programa de compras de emergencia frente a la pandemia, DFR al tipo de la facilidad de depósito y TLTRO III a la tercera serie de las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico.

**Tras estos movimientos, los tipos de interés oficiales han pasado a situarse en territorio restrictivo, en un contexto de perspectivas de inflación persistentemente elevadas. En otras palabras, estos tipos de interés se encuentran por encima de las estimaciones**

disponibles de su nivel neutral, que es aquel que mantiene el PIB real en su valor potencial y la inflación estable en su objetivo<sup>20</sup>.

**Para fortalecer la transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales a las condiciones de financiación bancaria, en octubre de 2022 el Consejo de Gobierno del BCE decidió recalibrar los criterios aplicables a la tercera serie de las TLTRO.** En particular, se ajustaron los tipos de interés aplicables, de forma que se incrementaba el coste medio esperado de la financiación obtenida mediante este tipo de operaciones. Esta medida incentiva los reembolsos anticipados de los saldos vivos y contribuye a acelerar la reducción del balance del Eurosistema. En la fecha de cierre de este Informe quedaba por reembolsar aproximadamente un 55 % (1,2 bn de euros) del saldo máximo alcanzado por la tercera serie de TLTRO, cuya última operación vence en diciembre de 2024.

**El proceso de reducción de las tenencias de activos adquiridos en el marco del APP se inició en marzo de 2023 y tendrá lugar a un ritmo medurado y predecible.** Tras la finalización de las compras netas de sus programas de compras, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, a partir del inicio de marzo de 2023, se dejaría de reinvertir íntegramente el principal de los valores que fueran venciendo en el marco del APP, a un promedio de 15 mm de euros mensuales. Más recientemente, en su reunión de mayo, comunicó la previsión de poner fin a las reinversiones a partir de julio de 2023.

**El BCE ha mantenido su compromiso de garantizar la transmisión homogénea de la orientación de su política monetaria a todos los países del área del euro, evitando que se genere una fragmentación injustificada en los mercados financieros.** El Consejo de Gobierno del BCE decidió que, como primera línea de defensa frente a riesgos de fragmentación financiera que no estén justificados por los fundamentos económicos de los países afectados, aplicaría flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera del PEPP que vayan venciendo<sup>21</sup>. Si esto no fuese suficiente, el BCE dispone de un nuevo Instrumento para la Protección de la Transmisión<sup>22</sup> (TPI, por sus siglas en inglés), con el objeto de garantizar la transmisión adecuada y efectiva de la política monetaria a lo largo de toda la zona del euro. En el marco del TPI, el Eurosistema podrá adquirir en el mercado secundario valores emitidos en jurisdicciones que experimenten un deterioro de las condiciones de financiación que no esté justificado por los fundamentos económicos del país en cuestión, siempre que este cumpla con unos criterios establecidos.

20 Dicho tipo de interés neutral, también denominado «tasa natural», no se puede observar directamente y solo puede estimarse, con cierto grado de incertidumbre, mediante técnicas econométricas. Una aproximación a él es el tipo de interés de la facilidad de depósito esperado por los analistas en el largo plazo, que se situaba en el 2 %, de acuerdo con los resultados de la encuesta a analistas monetarios del BCE de marzo. El concepto, los determinantes y las implicaciones para la política monetaria del tipo de interés natural se analizan en profundidad en [Galesi, Nuño y Thomas \(2017\)](#).

21 Véase la "[Declaración tras la reunión ad hoc del Consejo de Gobierno del BCE](#)", nota de prensa del Banco Central Europeo, del 15 de junio de 2022.

22 El Consejo de Gobierno anunció la aprobación del TPI el 21 de julio de 2022. Para más información sobre su diseño, véase "[El Instrumento para la Protección de la Transmisión](#)", nota de prensa del Banco Central Europeo, de 21 de julio de 2022.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales se fijen en niveles lo suficientemente restrictivos para lograr que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2% a medio plazo y se mantengan en esos niveles durante el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración apropiados de la restricción. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés oficiales seguirán basándose en su valoración de las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria<sup>23</sup>.

## 4 La transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras, la actividad y la inflación

**El impacto que las medidas adoptadas por el BCE han tenido, y van a tener en el futuro, discurre a través de diferentes etapas y canales.** Estos canales inciden, en un primer momento, sobre las condiciones financieras de la economía y, posteriormente, afectan a la actividad y a la inflación (véase esquema 3.3). Si bien es pronto para realizar una evaluación detallada de todas las consecuencias del endurecimiento monetario llevado a cabo, es posible estudiar su transmisión a las condiciones financieras e inferir, a partir de ahí, su posible impacto eventual en la inflación y la actividad mediante el uso de herramientas macroeconómicas. Para ello, en esta sección se describen, primero, los distintos canales de transmisión desde un punto de vista conceptual. Posteriormente, se presenta la evidencia disponible sobre su alcance hasta ahora y, por último, se proporcionan unas estimaciones del impacto sobre la actividad económica y sobre los precios.

### 4.1 Los canales de transmisión de la política monetaria

**En una primera etapa, el endurecimiento de la política monetaria impacta sobre las condiciones financieras a través de distintos canales, siendo el primero de ellos el que discurre a través de los mercados de capitales.** El aumento de los tipos de interés oficiales esperado por el mercado se traslada de forma inmediata sobre los tipos de interés libres de riesgo<sup>24</sup> a distintos horizontes —la denominada «curva de tipos» libre de riesgo— que se negocian en los mercados de capitales. El movimiento de estos también se ve condicionado por la evolución de la prima a plazo, que refleja la compensación demandada por los inversores por soportar el riesgo de cambios no esperados en los tipos de interés de corto plazo en el futuro<sup>25</sup>. La curva de rentabilidades del mercado interbancario, que recoge los tipos de interés de las

23 Para más detalles, véase [Hernández de Cos \(2023\)](#).

24 Por tipos de interés libres de riesgo se entiende aquellos que no incorporan riesgo de crédito, pero pueden incorporar los riesgos asociados a la variación en los tipos de interés de corto plazo.

25 La prima a plazo es la diferencia entre la rentabilidad a largo plazo de un bono y el tipo de interés esperado en ese horizonte temporal. Esta prima no es observable. En este capítulo se utiliza una estimación basada en [Barahona y Rodríguez-Moreno \(2023\)](#).

## Esquema 3.3

**CANALES DE TRANSMISIÓN DE UN ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA**

ETAPA 1: TRANSMISIÓN A LAS CONDICIONES FINANCIERAS	VELOCIDAD DE TRANSMISIÓN
Canal mercado de capitales: ↑ coste de financiación en mercados	Muy rápido («inmediato»)
Canal bancario: ↑ coste de financiación bancaria y remuneración de depósitos	Rápido (6-12 meses)
Canal renta: ↑ ingresos y pagos por intereses	Lento (más de 12 meses)
Canal riqueza: ↓ valor de la riqueza financiera y real	Muy rápido en riqueza financiera y rápido en riqueza real
Canal tipo de cambio: apreciación del euro	Muy rápido («inmediato»)
ETAPA 2: TRANSMISIÓN A LA ECONOMÍA REAL	VELOCIDAD DE TRANSMISIÓN
Efecto sustitución intertemporal: contracción del gasto por el aumento de los tipos de interés	Lento (12-18 meses)
Efecto renta: contracción del gasto por el descenso de la renta	Lento (12-18 meses)
Efecto riqueza: contracción del gasto por el descenso de la riqueza	Lento (12-18 meses)
Efecto tipo de cambio: la apreciación del euro reduce la demanda externa y presiona a la baja el precio de las importaciones	Lento (12-18 meses)
Canal comercial euro: caída de las exportaciones por la contracción de la actividad en otros países del área del euro	Lento (12-18 meses)
Descenso de los precios como consecuencia de la caída en la demanda agregada y la apreciación del euro	Muy lento (18-24 meses)

FUENTE: Banco de España.

operaciones de préstamos interbancarios a distintos horizontes, también se desplaza al alza, ya que estas rentabilidades recogen los tipos de interés libres de riesgo más unas primas por riesgo de liquidez y de crédito bancario. Igualmente, la traslación del aumento en los tipos de interés libres de riesgo a las condiciones de financiación de los distintos agentes que se financian en los mercados de capitales mediante la emisión de bonos —como las Administraciones Públicas (AAPP), las grandes empresas y los bancos comerciales— también tiene lugar de forma inmediata. Esto es así porque las rentabilidades de los bonos emitidos por estos agentes se determinan añadiendo a los tipos de interés libres de riesgo, o a las rentabilidades interbancarias, unas primas en función de características como el riesgo de

crédito y de liquidez de estos activos. Estas rentabilidades se ven adicionalmente presionadas al alza por la reducción de la cartera de activos del Eurosistema<sup>26</sup>.

**Los bancos trasladan a sus clientes el encarecimiento de su financiación, en lo que se denomina «canal bancario de la transmisión de la política monetaria».** Este canal es especialmente relevante en la UEM, dado el importante papel que desempeñan los bancos en la intermediación financiera. Por un lado, el incremento del coste de la financiación de los bancos comerciales en los mercados de capitales presiona sobre la remuneración de los depósitos, lo que eleva adicionalmente el coste de los pasivos de estos intermediarios financieros. En la coyuntura actual, el coste de estos pasivos también se ve presionado al alza por el vencimiento de las TLTRO, en la medida en que los bancos tengan que refinanciar estos pasivos con fondos a un coste que es generalmente más elevado. Por otro lado, la mayor remuneración de las reservas bancarias y de la deuda pública reduce el atractivo para los bancos de conceder crédito. En último término, estos intermediarios financieros endurecen las condiciones del crédito concedido a las empresas y a los hogares, si bien este proceso tiene lugar de forma más gradual en comparación con lo que ocurre en los mercados de capitales, con un retardo de entre seis meses y un año<sup>27</sup>. Las características específicas de los bancos, así como de los sistemas bancarios de cada país, pueden afectar a la intensidad con la que estos endurecen las condiciones de concesión de préstamos, en términos tanto de precio como de cantidad<sup>28</sup>.

**El aumento de los tipos de interés eleva los ingresos y los gastos financieros de los agentes en lo que se denomina «canal renta».** Los hogares, empresas y AAPP ven aumentar sus ingresos vinculados a sus activos que generan intereses, como los depósitos bancarios, y también sus gastos asociados a los pagos por intereses de la deuda. Aunque a nivel individual el efecto neto puede ser positivo o negativo, dependiendo de la posición patrimonial de cada agente, a nivel agregado el impacto neto de un aumento de los tipos de interés sobre cada uno de estos colectivos es generalmente negativo.

**El endurecimiento de la política monetaria también contribuye a reducir los precios de los activos y, en el caso de la UEM, a apreciar el euro.** El aumento de los tipos de interés eleva el factor de descuento implícito en el valor de los activos financieros o reales, como las acciones o la vivienda, lo que se traduce en un descenso de su precio (canal riqueza). Por otra parte, si no hay cambios en la política monetaria del resto de los bancos centrales mundiales, un aumento de los tipos de interés por parte del BCE tiende a apreciar el tipo de cambio del

26 La reducción de las compras de activos por parte de un banco central genera, en teoría, presión al alza sobre las rentabilidades a largo plazo a través de tres canales. En primer lugar, mediante un canal de señalización a través del cual el banco central expresa a los mercados su compromiso de mantener una política monetaria contractiva, aumentando así los niveles de los tipos de interés de corto plazo esperados. Además, con la reducción de su cartera de activos, el banco central retorna al mercado el riesgo de largo plazo (a través del canal de extracción de riesgo de duración), así como el riesgo de impago (mediante el canal de extracción de riesgo de impago). Véanse *Costain, Nuño y Thomas (2022)* y *Eser, Lemke, Nyholm, Radde y Vladu (2019)*.

27 Véase, por ejemplo, *Lane (2022)*

28 Para más detalle para el área del euro, véanse *Altavilla, Canova y Cicarelli (2020)* y *Gambacorta y Marqués-Ibáñez (2011)*. Para el caso de Estados Unidos, véanse *Kashyap y Stein (1995)*, *Kashyap y Stein (2000)* o *Kishan y Opiela (2000)*.

euro frente al resto de las monedas, ya que la inversión en esta divisa europea ofrece una mayor rentabilidad (canal tipo de cambio).

**En una segunda etapa, el endurecimiento de la política monetaria deprime la demanda agregada y reduce la inflación.** Esta etapa también opera a través de diversos canales que están generalmente vinculados con los que se han descrito en la primera etapa. En primer lugar, los aumentos en los tipos de interés modifican las decisiones entre el consumo presente y futuro, en un canal de sustitución intertemporal: si suben los tipos de interés, los hogares y las empresas reducen su gasto en consumo e inversión y aumentan su ahorro<sup>29</sup>. En segundo lugar, existe un efecto renta por el cual el descenso de los ingresos netos por intereses reduce sus decisiones de gasto. En tercer lugar, las pérdidas de capital como consecuencia de la caída en los precios de los activos también deprimen el gasto, en lo que se denomina «efecto riqueza». En cuarto lugar, la apreciación del euro supone un efecto negativo sobre la demanda externa y presiona a la baja el precio en euros de los bienes importados (efecto tipo de cambio). En quinto lugar, el endurecimiento de la política monetaria reduce las importaciones procedentes del resto de los países del área del euro, ya que la actividad económica de estos países también se ve impactada (canal comercial del área del euro). Finalmente, existen diversos canales indirectos por los que los canales directos anteriormente descritos modifican las condiciones en el mercado de trabajo, incluyendo los salarios, así como el tono de la política fiscal. Como resultado de todo ello, el endurecimiento de la política monetaria modera la actividad y los precios con cierto retardo, típicamente estimado en unos 18-24 meses<sup>30</sup>.

## 4.2 Evidencia sobre la primera etapa: efectos sobre las condiciones financieras

### 4.2.1 Canal mercado de capitales

**La curva de los tipos de interés libres de riesgo del área del euro<sup>31</sup> se ha desplazado al alza desde finales de 2021, y ha registrado desde entonces un movimiento muy intenso, en línea con los cambios en las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales.** La curva empezó a desplazarse al alza a finales de 2021, antes de que el BCE empezara a subir los tipos de interés oficiales —en julio de 2022—, ya que los mercados anticiparon unos meses antes estos movimientos. Posteriormente, la curva siguió desplazándose al alza a medida que se revisaban las expectativas de los mercados sobre las

29 Este sería el caso para los deudores netos.

30 Por ejemplo, [Bernanke y Gertler \(1995\)](#), mediante un modelo VAR con datos de Estados Unidos, sugieren que el endurecimiento de la política monetaria va seguido de una contracción del PIB tras cuatro meses y registra su nivel mínimo aproximadamente tras dos años. Por otro lado, muestran que el nivel de precios comienza a descender al primer año tras el endurecimiento. Véanse también [Cloyne, Ferreira y Surico \(2019\)](#), [Havranek y Rusnák \(2012\)](#), [Cloyne, Ferreira, Froemel y Surico \(2023\)](#) o [Lane \(2022\)](#).

31 El tipo de interés libre de riesgo a un día se aproxima por la tasa €STR o *Euro Short Term Rate*, que es un indicador del tipo de interés a ese plazo para préstamos no garantizados entre bancos del área del euro. Para plazos más largos, los tipos de interés libres de riesgo se aproximan por las tasas OIS (*overnight index swaps*), que son el componente fijo de un contrato de permuta de tipos de interés en el que la parte variable está referenciada al €STR.

decisiones de política monetaria. Hasta la fecha de cierre de este Informe, la referencia a un año se ha elevado en 405 pb y la de diez años en 268 pb.

**No obstante, el aumento de los tipos de interés libres de riesgo también se explica, sobre todo en los plazos más largos, por el fuerte repunte de las primas a plazo, algo que no sucedió durante otros períodos históricos de subidas en los tipos de interés oficiales.** En particular, para el horizonte de diez años, la prima de plazo explicaría en torno a la mitad —139 pb— del aumento en los tipos de interés libres de riesgo (véanse gráficos 3.5.1 y 3.5.2). En cambio, en el ciclo de 2005, y para un período de tiempo comparable, esta prima se habría elevado en 44 pb, mientras que en el episodio de endurecimiento de 1999 se redujo en 69 pb. El incremento de las primas a plazo en el ciclo actual podría explicarse por varios factores. En primer lugar, por el mayor riesgo de tipo de interés percibido por los inversores, como reflejo de la elevada incertidumbre sobre la evolución de la inflación y la política monetaria. En segundo lugar, el descenso esperado en la cartera de activos del Eurosistema (el llamado «endurecimiento cuantitativo») supone una reversión del proceso de absorción de riesgo de duración asociado al programa de compra de activos («expansión cuantitativa») de los años anteriores, que llevó a la compresión de estas primas<sup>32</sup>. Por último, el aumento de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos asociado al endurecimiento de la política monetaria en esa economía habría presionado sobre las rentabilidades a ese horizonte en el área del euro. De acuerdo con modelos econométricos<sup>33</sup>, cuyos resultados se presentan en el gráfico 3.5.3, las perturbaciones vinculadas con la política monetaria en Estados Unidos explicarían un ascenso de 90 pb de los 268 pb que aumentó el tipo libre de riesgo a diez años en la UEM.

**En términos reales, que es la dimensión relevante desde el punto de vista de las decisiones de consumo e inversión de los agentes, los tipos interés libres de riesgo también se han elevado de forma significativa.** Así, el tipo de interés real libre de riesgo<sup>34</sup> a un año se habría incrementado desde finales de 2021 en 425 pb, habiendo experimentado un fuerte descenso hasta el verano de 2022, condicionado por la evolución de la inflación esperada a un año vista, y un repunte igualmente destacado posteriormente. Por su parte, la referencia a diez años, que ha presentado una pauta creciente a lo largo del período analizado, se habría elevado en 227 pb (véase gráfico 3.5.4).

**Los tipos de interés del mercado interbancario, que sirven de referencia para la determinación del coste de financiación en los mercados de deuda y en la financiación concedida por los bancos, se han elevado en línea con la evolución de los tipos de interés libres de riesgo.** No obstante, los diferenciales entre ambos tipos de interés, que recogen el riesgo de contraparte en las operaciones de préstamo interbancario y otros

32 Véase Benigno, Canofari, Di Bartolomeo y Messori (2022).

33 Se utiliza un modelo VAR estructural de dos países identificado mediante restricción de signos según Brandt, Saint Guilhem, Schröder y Van Robays. (2021) que incluye la tasa OIS UEM a diez años, los precios de acciones de UEM y de Estados Unidos, el tipo de cambio nominal bilateral USD/EUR y el diferencial entre la tasa OIS UEM a diez años y el bono del Tesoro de Estados Unidos al mismo plazo.

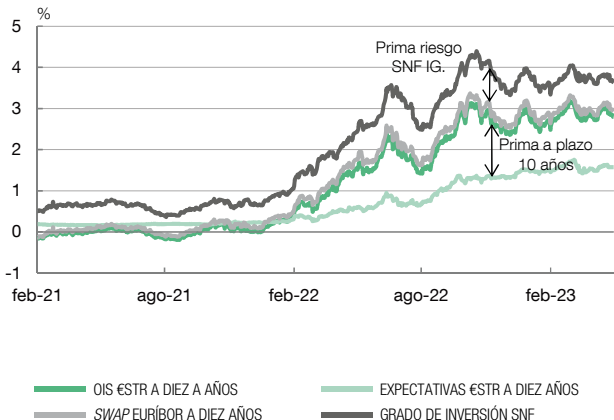
34 Los tipos de interés reales libres de riesgo se han aproximado como la diferencia entre los tipos nominales y la tasa de las permutas financieras vinculadas a la inflación al mismo plazo. Esta tasa, denominada «compensación por inflación», recoge tanto las expectativas de inflación como una prima de riesgo por inflación.

Gráfico 3.5

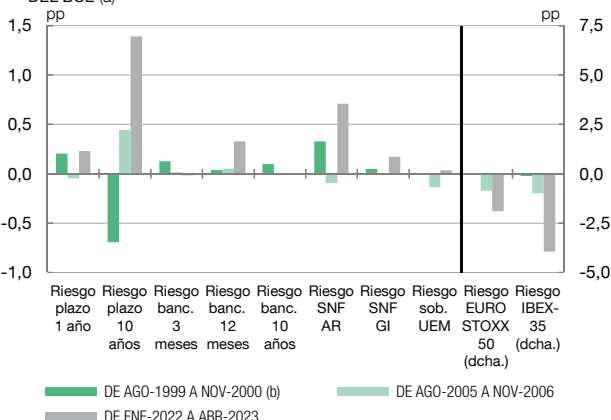
### EL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA SE HA TRANSMITIDO A LAS CONDICIONES EN LOS MERCADOS DE CAPITALES

Las expectativas de endurecimiento de la política monetaria se han trasladado a los tipos de interés libres de riesgo desde inicios de 2022, adelantándose a la primera subida de los tipos de interés oficiales. En el tramo largo de la curva, las rentabilidades también han recogido el significativo aumento de las primas de plazo, algo que no sucedió en otros periodos históricos de subidas de tipos de interés oficiales. Además, el aumento en los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo habría estado condicionado de modo significativo por la política monetaria en Estados Unidos, algo que tampoco se observó en otros ciclos de endurecimiento de la política monetaria. Por último, los tipos de interés reales libres de riesgo también se han elevado notablemente en relación con los niveles de principios de 2022.

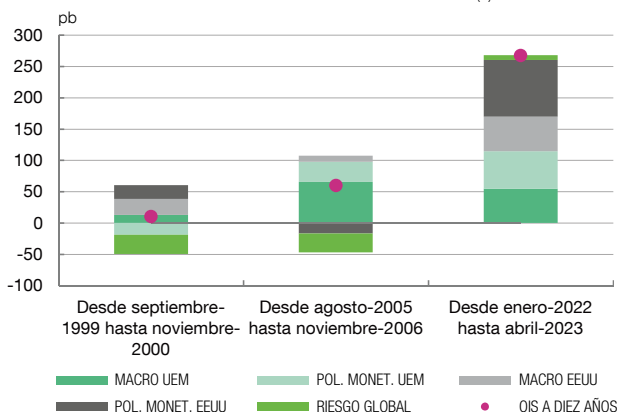
1 RENTABILIDADES A DIEZ AÑOS



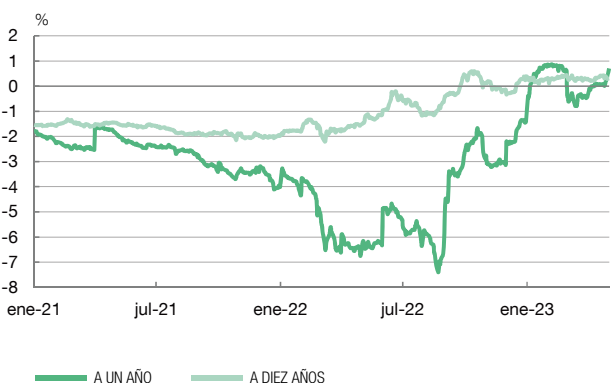
2 EVOLUCIÓN DE DIFERENTES PRIMAS EN CICLOS DE SUBIDAS DE TIPOS DEL BCE (a)



3 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN ACUMULADA DE LA TASA OIS A DIEZ AÑOS EN DISTINTOS CICLOS DE ENDURECIMIENTO (c)



4 TIPOS DE INTERÉS REALES (d)



FUENTES: Refinitiv Datastream, Bloomberg Datalicence y Banco de España.

- a Variación acumulada de las diferentes primas de riesgo durante los ciclos de subidas de tipos. Se incluyen, por orden, las primas a plazo de los tipos de interés libres de riesgo a uno y diez años, los diferenciales entre los tipos de interés interbancarios a tres meses, seis meses y diez años, y los tipos de interés libres de riesgo a esos mismos plazos, los diferenciales entre la rentabilidad de los bonos de sociedades no financieras en los segmentos de alto rendimiento y grado de inversión y la curva *swap*, el diferencial entre la rentabilidad de la deuda soberana a diez años de los países de la UEM ponderada por el PIB y el tipo de interés libre de riesgo a diez años, y las primas de riesgo bursátil de los índices EURO STOXX 50 e IBEX-35.
- b Se utiliza el bono alemán a diez años en los cálculos de las primas a plazo y del riesgo bancario a diez años. El ciclo de subidas que comenzó en 1999 finaliza en noviembre del año 2000, ya que a partir de esa fecha empieza a haber expectativas de descenso de tipos.
- c Calculado mediante un modelo BVAR de dos países que incluye la tasa OIS UEM a diez años, los precios de acciones de la UEM y de Estados Unidos, el tipo de cambio nominal bilateral USD/EUR y el diferencial entre la tasa OIS UEM a diez años y el bono del Tesoro de Estados Unidos. Identificación mediante restricción de signos en impacto según a Brandt, Saint Guilhem, Schröder y Van Robays (2021) y estimado con datos diarios desde 1999 a 2023. Para ilustrar el cambio acumulado de las distintas perturbaciones que movieron la tasa OIS a diez años en el periodo de septiembre de 1999 a noviembre de 2000, se amplía la muestra de datos con inicio en 1999, empleando la cotización de los bonos alemanes a diez años como aproximación a la tasa OIS UEM a diez años. El ciclo de subidas que comenzó en 1999 finaliza en noviembre del año 2000, ya que a partir de esa fecha empieza a haber expectativas de descenso de tipos.
- d Calculado restando a la tasa OIS el valor del *swap* de inflación (ILS, por sus siglas en inglés) al mismo plazo.





factores, como las condiciones de liquidez en los mercados de financiación bancaria y su microestructura<sup>35</sup>, han mostrado algunos movimientos de diferente dirección, dependiendo del plazo. Concretamente, han registrado un leve aumento en el caso del euríbor a un año, que es la principal referencia para el mercado hipotecario en España (véase gráfico 3.5.2). Esto indica que el coste de la financiación hipotecaria a tipo variable se habría incrementado aún más de lo que indican las tasas libres de riesgo, algo que sucedió en menor medida en los ciclos que comenzaron en 2005 y 1999. Sin embargo, en los préstamos interbancarios a tres meses, cuyos tipos de interés generalmente sirven de referencia en la financiación concedida a las empresas a corto plazo o a medio plazo a tipo variable mediante préstamos bancarios o valores de renta fija, la prima apenas habría registrado variaciones en los dos últimos ciclos, y un ligero aumento en el ciclo de 1999. Por último, la prima interbancaria a diez años<sup>36</sup>, que actúa generalmente como referencia en la fijación de las condiciones de financiación a hogares y a empresas a largo plazo, apenas ha variado en el ciclo actual, al igual que ocurrió en el de 2005, mientras que registró un leve incremento durante el ciclo de endurecimiento de 1999.

**El aumento de los tipos de interés libres de riesgo también se ha transmitido de forma inmediata al coste de financiación de las empresas y de las AAPP en los mercados de capitales, si bien el diferencial entre ambos se ha ampliado algo, y lo ha hecho en mayor medida que durante los ciclos anteriores de endurecimiento de la política monetaria.** El incremento en estas primas de riesgo podría haber estado condicionado por el contexto actual de elevada incertidumbre macroeconómica y geopolítica, así como por los reducidos niveles de los que partían estas primas, debido en gran parte a los programas de compras de bonos del Eurosistema, y por la expectativa de reducción de estas tenencias<sup>37</sup>. Adicionalmente, en el caso de la prima de riesgo soberana, su aumento podría estar relacionado también con los elevados niveles de endeudamiento de algunos países en comparación con los observados en 2005 y en 1999. En todo caso, el incremento de esta prima en el ciclo actual se habría visto atenuado por la flexibilidad de la política de reinversiones del PEPP y por el anuncio del lanzamiento del TPI.

**El proceso de endurecimiento cuantitativo, que implicará la reducción de las tenencias de activos del Eurosistema, podría suponer, si es más intenso de lo anticipado por los mercados, presiones adicionales al alza sobre los costes de financiación de los distintos agentes en los mercados de capitales.** En efecto, un descenso de estas tenencias más rápido de lo previsto se podría traducir en un incremento de las primas a plazo, corporativas y soberanas (véase recuadro 3.1).

**Por otra parte, el coste de capital de las empresas de la zona del euro y españolas cotizadas, que mide el coste de la emisión de acciones, apenas se habría elevado desde finales de 2021.** De acuerdo con las estimaciones disponibles, ello se explicaría en gran medida

35 Véase [Michaud y Upper](#) (2008).

36 Al no existir una referencia del euríbor a diez años, esta variable se ha aproximado mediante el componente fijo de un contrato de permuta de tipos de interés a diez años en el que la parte variable es el euríbor a seis meses.

37 Véase [De Santis, Geis, Juskaite y Vaz Cruz](#) (2018).

por el notable descenso de las primas de riesgo bursátiles, que habría sido de mayor magnitud que en períodos anteriores de endurecimiento de la política monetaria (véase gráfico 3.5.2).

#### 4.2.2 Canal bancario

**Las entidades de crédito del área del euro han ido trasladando de forma gradual los aumentos de los tipos de interés de mercado a los de sus nuevas operaciones de crédito y de depósito.** Desde finales de 2021 hasta febrero de 2023 (último dato disponible al cierre de este Informe), los tipos de interés medios del nuevo crédito concedido a los hogares para la adquisición de vivienda han aumentado, en promedio, en 1,9 pp (2 pp en España), y en 2,2 pp en las operaciones para consumo y otros fines (1,9 pp en España). En la financiación bancaria a las empresas, el ascenso ha sido de 2,7 pp (2,3 pp en España)<sup>38</sup>. Por su parte, los tipos de interés medios de los depósitos a plazo de los hogares y de las empresas han aumentado en 1,6 pp y 2,6 pp (0,8 pp y 2,1 pp en España), respectivamente, durante el mismo período.

**La traslación de los tipos de interés de mercado al coste de los nuevos préstamos a los hogares del área del euro para adquisición de vivienda se está produciendo, en conjunto, de manera similar a la observada en otros episodios históricos<sup>39</sup>, mientras que en el caso del crédito a las empresas está siendo algo más rápida.** Como muestra el gráfico 3.6, la transmisión al coste del nuevo crédito para adquisición de vivienda está en línea con la que cabría esperar de acuerdo con episodios anteriores de endurecimiento de la política monetaria en las operaciones cuyo tipo de interés se revisa en un horizonte superior al año, que son las que predominan en esta modalidad, mientras que en los préstamos cuyo tipo de interés se renueva en un plazo de hasta un año la traslación está siendo ligeramente más lenta. En el caso del crédito concedido a las empresas, en cambio, el aumento de los tipos de interés de mercado se está transmitiendo más rápidamente que en otros episodios históricos, tanto en los préstamos a corto plazo o con renovación del tipo de interés en los próximos doce meses, que concentran un mayor volumen de operaciones, como en los préstamos con un período de fijación del tipo de interés más largo. Esta mayor traslación podría estar vinculada con el contexto macroeconómico más débil en el ciclo actual, en comparación con otros episodios históricos, lo que se habría traducido en un aumento de las primas de riesgo de crédito.

**En cambio, la transmisión del aumento de los tipos de interés de mercado a la remuneración de los nuevos depósitos a plazo<sup>40</sup> está siendo más lenta en el ciclo**

38 Los tipos de interés son tipos efectivos definición restringida (TEDR), por lo que excluyen gastos conexos, como primas por seguros de amortización y comisiones. Además, son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por el componente estacional e irregular (alteraciones sin una pauta periódica ni tendencial reconocible). Por tanto, las series están sujetas a posibles revisiones como resultado de la reestimación de estos componentes al incorporarse nuevas observaciones.

39 Véase Mayordomo y Roibás (2023).

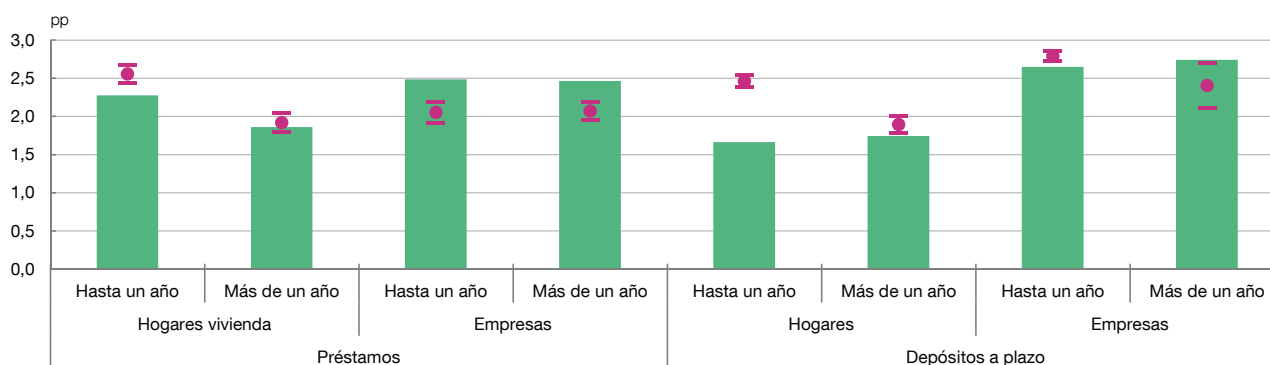
40 Según las regularidades históricas, la remuneración de los depósitos a la vista suele ser menos sensible a los cambios en los tipos de interés de mercado. No obstante, la traslación de los tipos de interés de mercado en esta modalidad está siendo también más lenta en el ciclo actual, en comparación con lo observado en otros episodios. La remuneración media de estos depósitos apenas se ha incrementado desde finales de 2021 en 9 pb y 28 pb para los hogares y las empresas del área del euro, respectivamente, situándose en el 0,1 % y en el 0,2 %.

Gráfico 3.6

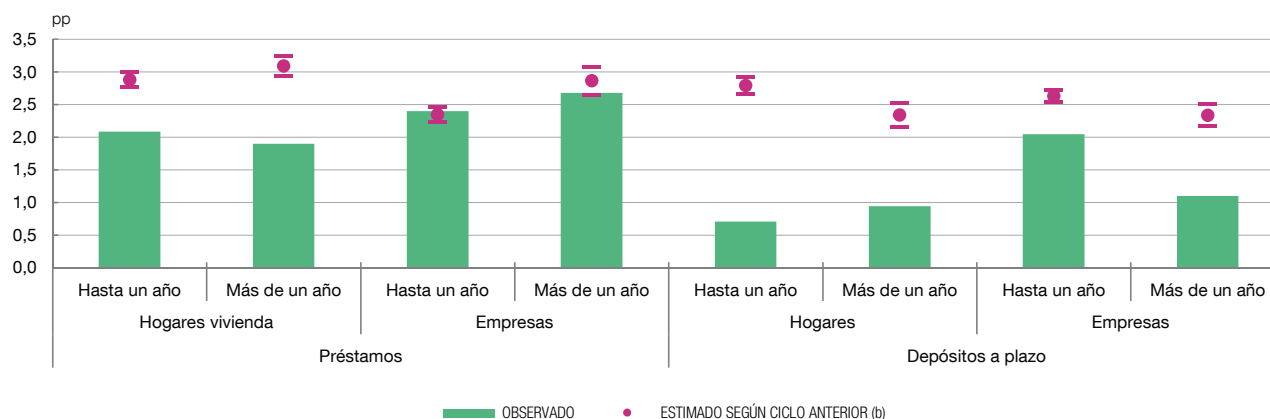
### LAS ENTIDADES DE CRÉDITO HAN IDO TRASLADANDO DE FORMA GRADUAL LOS AUMENTOS DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO A SUS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO Y DE DEPÓSITO

La traslación al coste de los nuevos préstamos a las familias para adquisición de vivienda se está produciendo de manera similar a la observada en otros episodios históricos en la UEM, salvo en operaciones con plazo de fijación del tipo de interés de hasta un año, mientras que en España está siendo más lenta. En el crédito a empresas, la traslación está siendo más rápida que en el pasado en la UEM y similar a la observada en ciclos anteriores en España. Por su parte, la transmisión a los nuevos depósitos a plazo está siendo más lenta en el ciclo actual en los de hogares y similar a la registrada en el pasado en los de empresas en el área del euro, mientras que en España está siendo más lenta en ambos segmentos.

1 VARIACIÓN ACUMULADA DE LOS TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS DESDE DICIEMBRE DE 2021 HASTA FEBRERO DE 2023. UEM (a)



2 VARIACIÓN ACUMULADA DE LOS TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS DESDE DICIEMBRE DE 2021 HASTA FEBRERO DE 2023. ESPAÑA (a)



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Refinitiv Datastream.

- a Los tipos de interés son tipos efectivos definición restringida (TEDR), por lo que excluyen gastos conexos, como primas por seguros de amortización y comisiones, y están ajustados por estacionalidad y componente irregular (alteraciones sin una pauta periódica ni tendencial reconocible). El plazo se refiere a la frecuencia con la que se revisa el tipo de interés.
- b Tipo de interés bancario que resultaría si la evolución observada del tipo de interés de mercado entre enero de 2022 y febrero de 2023 se hubiera trasladado a los tipos de interés bancarios de forma similar a lo registrado en períodos pasados, de acuerdo con el patrón histórico capturado por los resultados de un modelo estándar de corrección de error estimado entre enero de 2003 y agosto de 2007. Las líneas horizontales recogen las bandas de confianza.



**actual en las operaciones con hogares del área del euro, y similar o también algo más lenta, dependiendo del plazo, en los ofrecidos a las empresas.** Esta menor velocidad de transmisión a los tipos de interés de los depósitos a plazo de los hogares se observa tanto en los de duración de hasta un año como en los de mayor plazo, si bien es en los primeros donde las diferencias son más acusadas (véase gráfico 3.6.1). También se percibe una mayor

lentitud en la transmisión, aunque de forma más leve, en los depósitos a plazo de las empresas para períodos de hasta un año, mientras que en los de duración superior la traslación es similar a la de otros períodos históricos. La menor traslación a los depósitos a plazo que se observa en el ciclo actual en la mayoría de los segmentos podría explicarse por las menores necesidades de fondos de las entidades de crédito, en un contexto de amplia liquidez en el sistema bancario en la zona del euro, lo que reduce la presión para que los bancos eleven la remuneración de los depósitos. Adicionalmente, el incremento de esta remuneración puede haberse visto postergado hasta el momento en que esta ha vuelto a situarse por debajo de los tipos de interés de mercado. En este sentido, cabe reseñar que, durante el período de tipos de interés de mercado negativos, dicha remuneración fue superior a los tipos de mercado, ya que, especialmente en el caso de los depósitos de hogares, esta no se situó por debajo del 0 %.

**En España, la traslación del aumento de los tipos de interés de mercado al coste del crédito y a la remuneración de los depósitos está siendo, hasta ahora, en general, más lenta de lo que cabría esperar de acuerdo con las regularidades históricas.** Esta mayor lentitud es especialmente evidente en el caso de los depósitos a plazo de los hogares (véase gráfico 3.6.2). Más adelante se analiza qué factores pueden explicar este resultado.

**El aumento de los tipos de interés de los préstamos bancarios ha venido acompañado de un endurecimiento en el acceso al crédito, lo que, junto con la caída de la demanda de fondos, se ha traducido en una notable pérdida de dinamismo de los flujos netos de financiación de los hogares y las empresas, tanto en el área del euro como en España.** Según la Encuesta sobre Préstamos bancarios (EPB), los criterios de concesión de préstamos se habrían endurecido en 2022 en las dos áreas en todos los segmentos, lo que contrasta con la estabilidad —o incluso relajación— observada en el ciclo de subidas de los tipos de interés de 2005 (véanse gráficos 3.7.1 y 3.7.3). Este endurecimiento, que ha sido incluso superior al registrado en la crisis de la deuda soberana, aunque menor que el observado durante la crisis financiera global, se explicaría no solo por el aumento de los costes de financiación y la menor disponibilidad de fondos de los bancos, ligados al endurecimiento de la política monetaria, sino, principalmente, por una mayor percepción del riesgo de las entidades financieras, que sería coherente con la importancia de las perturbaciones de oferta negativas en el actual episodio inflacionario (a diferencia de las perturbaciones de demanda positivas que prevalecieron durante el ciclo de endurecimiento de la política monetaria de 2005). Asimismo, la demanda de crédito también habría disminuido en este ciclo, tanto por el aumento de los tipos de interés como por el deterioro del contexto macroeconómico y el aumento de la incertidumbre. Todo ello ha conducido a una pérdida de dinamismo de los flujos netos de financiación más acusada, en términos generales, que la registrada en el ciclo de 2005<sup>41</sup> (véanse gráficos 3.7.2 y 3.7.4). En el caso de las empresas, la pérdida de dinamismo del crédito bancario es también más intensa que la observada en el ciclo de 1999.

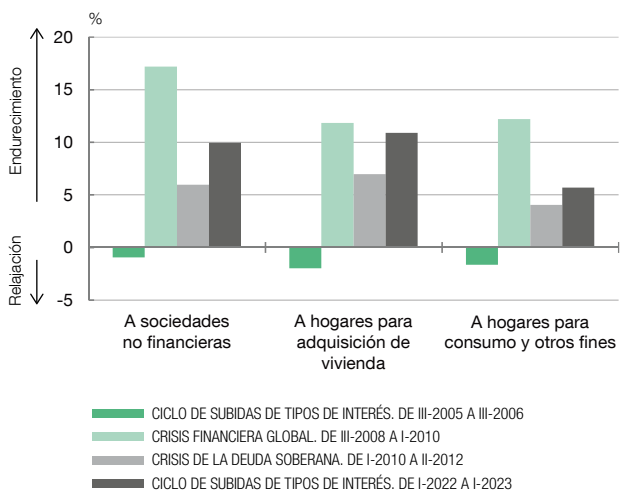
41 A esta caída también habría contribuido el aumento de las amortizaciones voluntarias de la deuda viva, que, en un contexto de incremento del coste de los préstamos a tipo variable, se habrían visto favorecidas por la disponibilidad, por parte de los hogares, de una importante bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia.

Gráfico 3.7

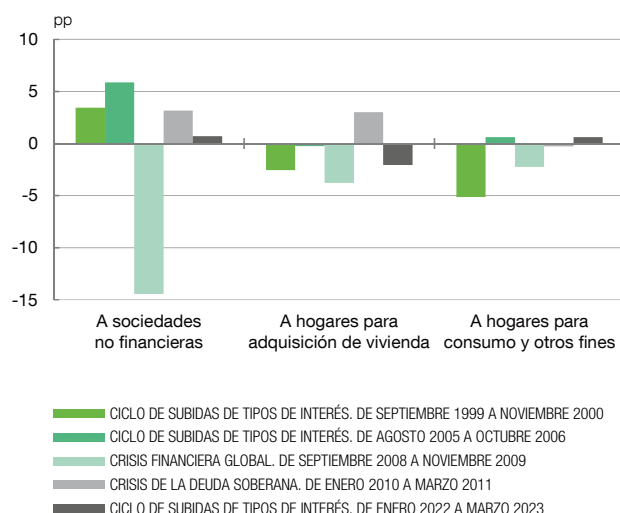
### EL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA HA VENIDO ACOMPAÑADO DE UNA CONTRACCIÓN DE LA OFERTA DE CRÉDITO Y DE UNA PÉRDIDA DE DINAMISMO DE LOS FLUJOS NETOS DE FINANCIACIÓN

Los criterios de concesión de préstamos se habrían endurecido desde principios de 2022 en todos los segmentos tanto en el área del euro como en España, lo que contrasta con la relajación observada en el anterior ciclo de subidas de los tipos de interés y se explicaría no solo por el aumento de los costes de financiación y la menor disponibilidad de fondos de los bancos, sino, principalmente, por una mayor percepción del riesgo por parte de estos, en línea con las perturbaciones de oferta negativas. La pérdida de dinamismo de los flujos netos de financiación está siendo más acusada, en términos generales, en comparación con la registrada en el ciclo anterior de endurecimiento de la política monetaria de 2005.

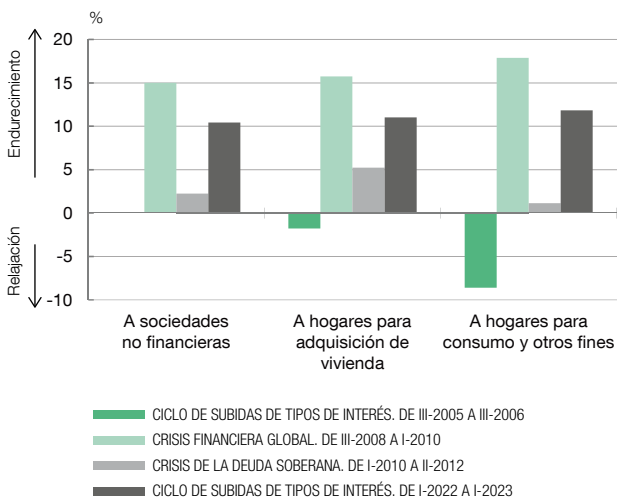
1 VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS EN LA UEM  
Promedio del indicador de difusión del periodo correspondiente (a)



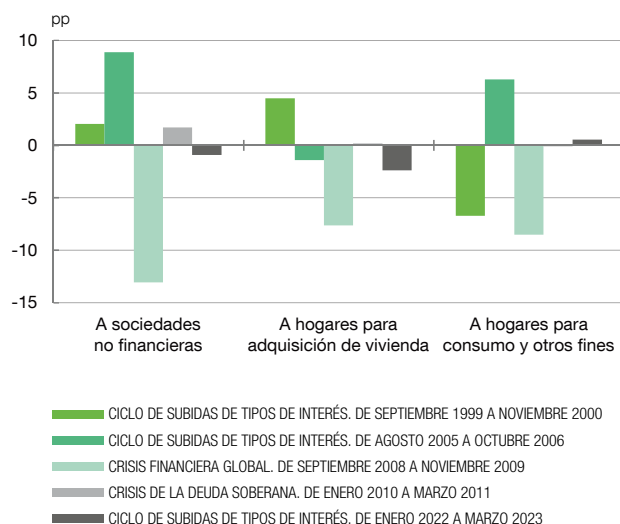
2 VARIACIÓN DEL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO EN LA UEM (b)



3 VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS EN ESPAÑA  
Promedio del indicador de difusión del periodo correspondiente (a)



4 VARIACIÓN DEL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO EN ESPAÑA (b)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Porcentaje de entidades que han endurecido considerablemente los criterios  $\times$  1 + porcentaje de entidades que los han endurecido en cierta medida  $\times$  1/2 – porcentaje de entidades que los han relajado en cierta medida  $\times$  1/2 – porcentaje de entidades que los han relajado considerablemente  $\times$  1.
- b No incluye crédito titulado.



### 4.2.3 Canal renta

**Las rentas de los hogares y de las empresas del área del euro y de España ya se han empezado a ver afectadas por el aumento de los tipos de interés.** Hasta febrero de 2023, últimos datos disponibles, este efecto se cuantifica, en el caso de los hogares del área del euro, en unos mayores pagos netos por intereses de productos bancarios equivalentes al 0,3 % de su renta bruta disponible (RBD), mientras que para las empresas suponen un 2,2 % de su EBE<sup>42</sup>. Como se analizará con mayor detalle más adelante, en España estos efectos han sido más intensos, especialmente para los hogares (1 % de la RBD), como reflejo fundamentalmente del predominio de los contratos a tipo de interés variable en el *stock* de hipotecas, y en menor medida también para las empresas (2,7 % del EBE).

**Los cambios en la composición y en el volumen de los saldos vivos de los activos y pasivos de los hogares y de las empresas en los últimos años han debilitado el canal renta, en términos netos, en el corto plazo.** Por la parte de los pasivos, la menor exposición al incremento de los tipos de interés en el corto plazo se explica fundamentalmente por los cambios en la estructura de la deuda, ya que el endeudamiento agregado de los hogares y de las empresas de la UEM en términos de sus rentas apenas ha aumentado (y en España, de hecho, ha disminuido)<sup>43</sup> y, además, la sensibilidad de la carga de la deuda a subidas en los tipos de interés ha disminuido. En efecto, como se observa en el gráfico 3.8, el volumen de la deuda de los hogares del área del euro cuyo tipo de interés se renueva en los próximos doce meses ha disminuido del 35 % de la RBD en 2012 al 24 % en 2021 (del 108 % al 60 % en España)<sup>44</sup>, mientras que en el caso de las empresas se ha reducido desde el 230 % hasta el 171 % del EBE durante el mismo período<sup>45</sup> (del 326 % al 207 % en España). En cambio, por la parte de los depósitos, el canal renta positivo se ha fortalecido, principalmente como consecuencia de los cambios en el volumen. Los depósitos de los hogares del área del euro a la vista, de ahorro y a plazo de hasta un año han aumentado del 83 % de su RBD en 2012 al 106 % en 2021 (del 86 % al 121 % en España), y en las empresas del 84 % al 125 % del EBE (del 74 % al 143 % en España) durante el mismo período<sup>46</sup>.

42 El efecto renta neto se calcula como la diferencia entre el aumento de los pagos por intereses de los préstamos bancarios y el aumento de los ingresos por intereses de los depósitos a plazo (calculados sobre el *stock* de saldos bancarios al cierre de 2021) respecto a las rentas de 2021. Se excluye de este cálculo, por falta de disponibilidad de datos, el aumento de los pagos por intereses asociados a los valores de renta fija de las empresas. En el caso de los hogares, el impacto neto sobre la renta es negativo (mayores pagos netos por intereses), a pesar de que el volumen de depósitos es superior al de las deudas bancarias. Esto se debe a que el coste medio de la deuda viva aumenta en mayor medida que la remuneración media del saldo de los depósitos. En el caso de las empresas, además de este efecto, hay que tener en cuenta que el volumen de deudas bancarias supera al de los depósitos.

43 Entre 2005 y 2021, en el área del euro, la deuda bancaria de los hogares en porcentaje de su RBD ha aumentado 6 pp, mientras que la de las empresas en porcentaje del EBE apenas ha variado.

44 Los datos sobre la estructura de tipos de interés de la deuda bancaria están disponibles desde 2012. Los porcentajes se obtienen de multiplicar el volumen de préstamos bancarios concedidos por entidades de crédito residentes cuyo tipo de interés se renueva en el año por la ratio del total de préstamos bancarios sobre las rentas.

45 Para las empresas, se incluyen también los préstamos bancarios con vencimiento residual hasta un año, dado que suelen renovar sus préstamos a corto plazo. Se incluyen también los instrumentos de renta fija, esto es, los valores con vencimiento original hasta un año y aquellos con vencimiento a largo plazo que se amortizarán en los doce próximos meses.

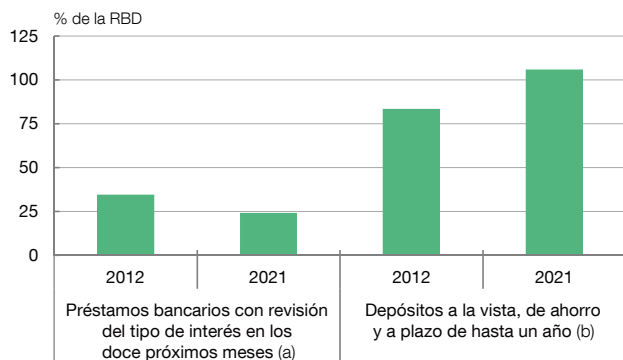
46 La proporción de este tipo de depósitos sobre el total ha pasado del 84 % en 2012 al 91 % en 2021 en los hogares, y del 91 % al 95 % en las empresas.

Gráfico 3.8

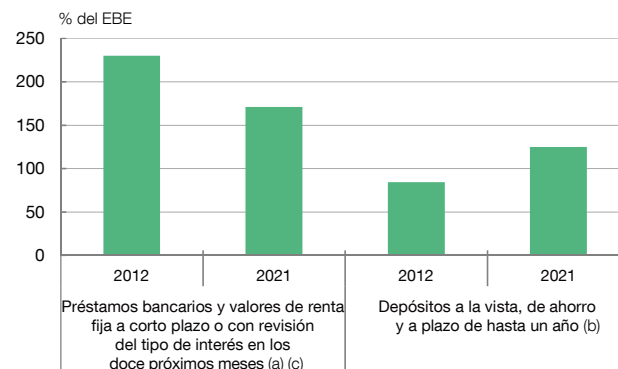
### LOS CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN Y EN EL VOLUMEN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS EN LOS ÚLTIMOS AÑOS HAN DEBILITADO EL CANAL RENTA NEGATIVO ASOCIADO AL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS

En la UEM, la menor exposición, a corto plazo, de los hogares y de las empresas a las variaciones en los tipos de interés se explica principalmente por una caída en la proporción de deuda cuyo tipo de interés que se renueva en los doce próximos meses y por un aumento en el volumen de depósitos. En España, la menor exposición se explica principalmente por el desendeudamiento y por el aumento de los depósitos. En los hogares, también han contribuido la mayor proporción del saldo vivo de deuda a tipo de interés fijo y la mayor proporción de depósitos a la vista y a plazo de hasta un año; y en las empresas, el aumento del peso de la deuda con vencimiento superior al año.

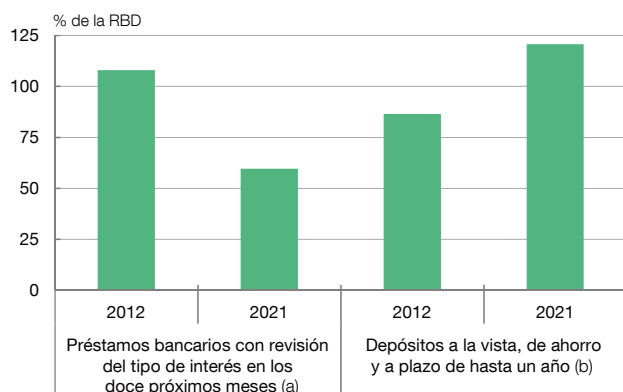
1 EXPOSICIÓN DE LOS HOGARES A VARIACIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS. UEM



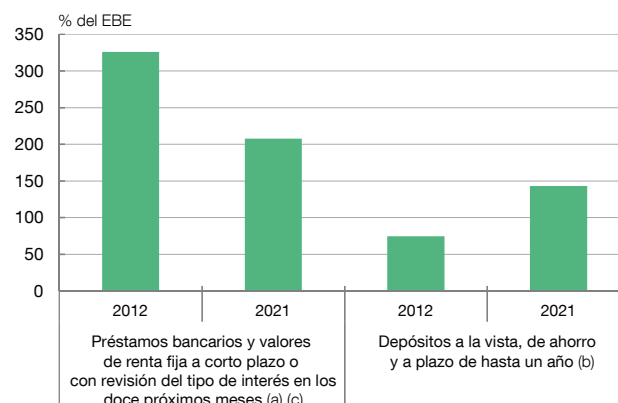
2 EXPOSICIÓN DE LAS EMPRESAS A VARIACIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS. UEM



3 EXPOSICIÓN DE LOS HOGARES A VARIACIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS. ESPAÑA



4 EXPOSICIÓN DE LAS EMPRESAS A VARIACIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS. ESPAÑA



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Se obtiene de multiplicar el volumen de préstamos bancarios concedidos por entidades de crédito residentes cuyo tipo de interés se renueva en el año por la ratio del total de préstamos bancarios sobre las rentas.
- b Se obtiene de multiplicar el volumen de depósitos a la vista y a plazo de hasta un año en entidades de crédito residentes por la ratio del total de depósitos bancarios sobre las rentas.
- c En los préstamos bancarios concedidos por entidades de crédito residentes cuyo tipo de interés se renueva en el año se incluyen también todos aquellos con vencimiento residual hasta un año, dado que las empresas suelen renovar sus préstamos a corto plazo. La parte de renta fija incluye los valores con vencimiento original hasta un año y aquellos con vencimiento a largo plazo que se amortizarán en los doce próximos meses.



DESCARGAR

**No obstante, los cambios en la transmisión a los tipos de interés de las nuevas operaciones bancarias en el ciclo actual han acentuado el canal renta, en términos netos. En los hogares, este efecto se produce por la transmisión más lenta a la remuneración**

de los depósitos<sup>47</sup>, especialmente en España, y, en las empresas, por una traslación más rápida al coste de los créditos, como se ha ilustrado anteriormente.

**En el caso de las AAPP, la traslación del aumento de los tipos de interés a la carga de intereses se ha visto amplificada con respecto a episodios anteriores por el mayor nivel de endeudamiento.** Como se observa en el gráfico 3.9.1, en 2021 la deuda pública se situó en el conjunto de la UEM en el 97 % del PIB y en España en el 118 %, muy por encima del 70 % y del 45 % observado en estas áreas en 2004, antes del inicio del ciclo contractivo de política monetaria de 2005. El aumento de los tipos de interés, al aplicarse en la actualidad a un mayor volumen de deuda, implica un incremento más intenso de los pagos por intereses. En particular, como muestra el gráfico 3.9.2, el impacto del aumento de los tipos de interés sobre la carga de intereses en 2023 en la UEM es un 28 % superior al que se habría observado si la ratio de deuda sobre PIB se hubiera situado en los niveles de 2004<sup>48</sup>. En España, este factor ha incrementado en mayor medida el gasto en intereses, un 39 %, porque el aumento de la ratio de deuda desde 2004 ha sido más intenso (73 pp, frente a 27 pp en la UEM)<sup>49</sup>.

**Este efecto se ha visto amortiguado, no obstante, por el alargamiento de la vida media de la deuda en circulación.** Los Tesoros nacionales aprovecharon la situación de bajos tipos de interés prevalente durante la última década para aumentar significativamente el plazo de las nuevas emisiones de deuda, de forma que la vida media del *stock* de deuda ha aumentado desde los 6,3 años en 2004 hasta los 7,8 años en 2021 en el promedio de los cuatro países más grandes de la UEM (de 6 a 7,8 años en España). Este alargamiento de la vida media de la deuda pública hace que la transmisión de los aumentos en los tipos de interés a la carga de deuda sea más lenta, ya que el *stock* de deuda y, con él, los intereses pagados se renuevan con menor rapidez. En este sentido, se estima que el incremento en la duración media de la deuda viva en el área del euro desde 2004 ha supuesto que el impacto del aumento de los tipos de interés sobre el gasto en intereses de las AAPP en 2023 sea un 27 % inferior al que habría ocurrido si la vida media se hubiera mantenido constante (véase gráfico 3.9.2). En España, este efecto es algo mayor (35 %), ya que la vida media de su deuda ha aumentado de forma algo más intensa (1,7 años, frente a 1,5 años en la UEM). En términos netos, domina el efecto asociado al mayor volumen de deuda, de manera que se estima que la carga financiera de las AAPP aumentará en 2023 en un 11 % en el área del euro y en un 26 % en España, en comparación con lo que habría ocurrido si el volumen de deuda, en términos de PIB, y su vida media se hubieran mantenido en los niveles de 2004<sup>50</sup>.

47 La remuneración de los depósitos a la vista apenas ha variado, en línea con lo observado en otros ciclos de subidas de tipos de interés.

48 El aumento del gasto en intereses de las AAPP se estima con un modelo de sostenibilidad de la deuda pública que tiene en cuenta la composición de plazos e instrumentos de la deuda pública (véase Burriel, Kataryniuk y Pérez, 2022). El modelo asume que los tipos de interés aumentan en línea con el desplazamiento observado en la curva *forward* de tipos de interés.

49 Al final del año 2022, la ratio de deuda pública registró un 91,6 % del PIB en la UEM y un 113,2 % del PIB en España.

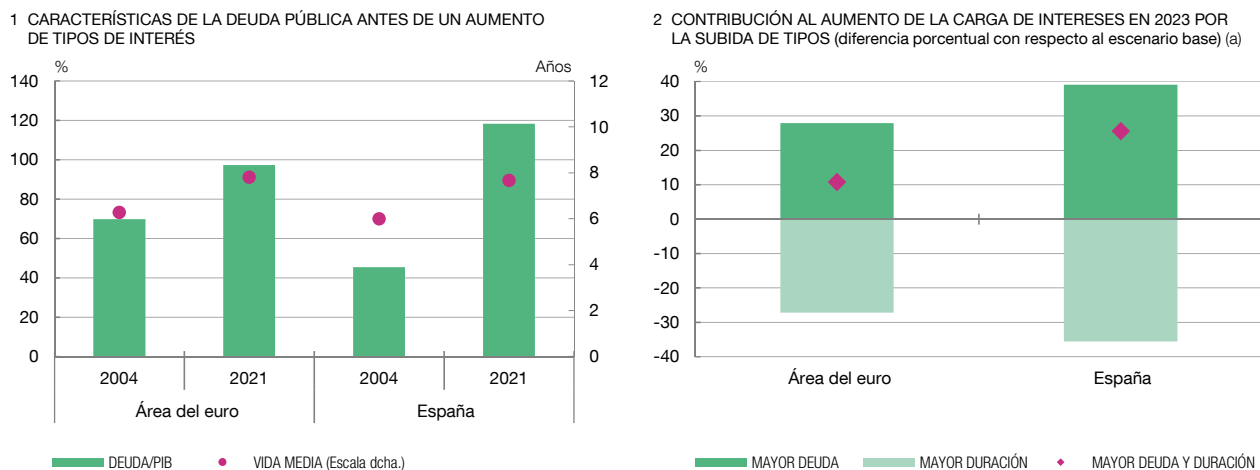
50 El efecto neto se calcula frente a un contrafactual de menor deuda y menor duración de la deuda. El efecto combinado de ambos factores no tiene por qué ser igual a la suma de los efectos individuales, como refleja el gráfico 3.9.2. Esto se debe a que el efecto de asumir una menor duración de la deuda es mucho menor cuando se aplica a un volumen de deuda significativamente más bajo.



Gráfico 3.9

### DETERMINANTES DEL IMPACTO DE LA SUBIDA DE TIPOS SOBRE EL GASTO EN INTERESES DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

El aumento del endeudamiento público entre 2004 y 2021 ha supuesto un mayor efecto del aumento de los tipos de interés sobre el gasto en intereses, mientras que la mayor duración de la deuda ha actuado en sentido contrario. El efecto neto de estos dos factores habría supuesto un mayor aumento de la carga de intereses en el área del euro y en España.



FUENTES: Eurostat, Previsiones de la Comisión Europea de invierno de 2022 y Banco de España.

a Estimaciones elaboradas con el modelo de sostenibilidad de la deuda para la economía española detallado en Burriel, Kataryniuk y Pérez (2022).



#### 4.2.4 Canal riqueza y tipo de cambio

**El endurecimiento de la política monetaria ha impactado sobre el valor de la riqueza de las familias a través de su efecto negativo sobre el precio de los activos, aunque su evolución ha estado condicionada también por otros factores.** Los activos de renta fija son la clase que ha experimentado una evolución más desfavorable, con una caída del 14,8 %, entre diciembre de 2021 y la fecha de cierre de este Informe, de acuerdo con el ICE BofA Euro Non-Financial Index. Por su parte, el índice EURO STOXX amplio se situaba un 3,7 % por debajo de los niveles de finales de 2021, mientras que el IBEX-35 se ha revalorizado un 5,5 % durante el mismo período. La resistencia de estos índices al aumento de los tipos de interés se ha visto apoyada, en gran medida, en el descenso de la prima de riesgo bursátil, como se ha comentado en la sección 4.2.1. En el caso de los precios de la vivienda, se ha observado una desaceleración significativa desde principios de 2022, lo que ha llevado a que su tasa de crecimiento interanual nominal se sitúe, al cierre de 2022, en el 2,9 % en el área del euro y en el 5,5 % en España, frente a un avance interanual del 9,8 % y del 8,5 %, respectivamente, registrado en el primer trimestre del pasado año. En conjunto, la riqueza bruta de los hogares del área del euro ha aumentado un 1,9 %, en términos nominales, durante 2022, mientras que la de las familias españolas lo ha hecho en un 3,7 % en el mismo período. Sin embargo, en términos reales, la riqueza de los hogares descendió un 6,7 % en el área del euro y un 1,7 % en España, como consecuencia del aumento de la inflación.

**Por su parte, el tipo de cambio del euro, a pesar del intenso aumento de los tipos de interés en la UEM, ha tendido a depreciarse, en conjunto, frente al resto de las monedas, aunque este movimiento se ha revertido en el período más reciente.** El tipo de cambio del euro fluctuó de forma significativa el año pasado, moviéndose, durante la mayor parte de 2022, en territorio de depreciación en términos nominales frente a sus principales socios comerciales y, en particular, de forma bilateral frente al dólar estadounidense, llegando a alcanzar niveles de depreciación acumulada del 4 % frente a sus socios comerciales y del 17 % frente al dólar (véase gráfico 3.10.1).

**Esta depreciación refleja, principalmente, un endurecimiento mayor y más temprano de la política monetaria en otras áreas en comparación con lo ocurrido en el área del euro.** Entre diciembre de 2021 y abril de 2023, el tipo de cambio del euro se ha depreciado un 3,1 % frente al dólar estadounidense. De acuerdo con un modelo econométrico que permite identificar el origen de las perturbaciones que afectan a este tipo de cambio bilateral, aquellas relacionadas con la política monetaria en Estados Unidos habrían contribuido durante este período a una depreciación acumulada del euro frente al dólar de un 8,3 %, más que compensando el efecto acumulado en la dirección contraria asociado a la política monetaria del BCE (6,2 %). Este efecto compensador de la política monetaria en Estados Unidos ha sido en el ciclo actual mucho más relevante que en períodos anteriores de endurecimiento de las condiciones monetarias (véase gráfico 3.10.2).

### 4.3 Heterogeneidad en la transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras

#### 4.3.1 Heterogeneidad entre países

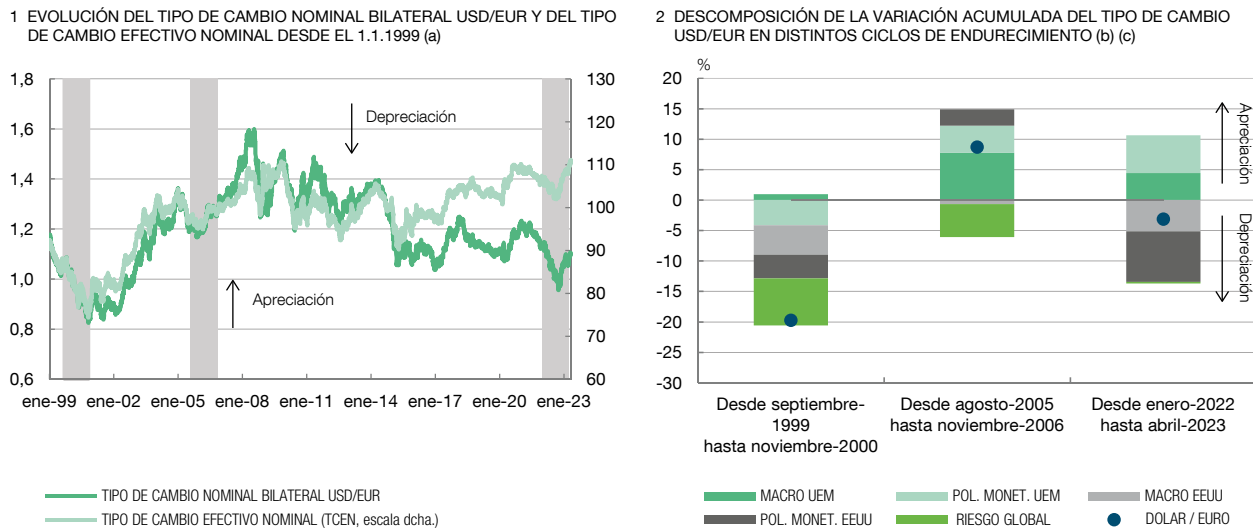
**La transmisión de la política monetaria a los tipos de interés de las nuevas operaciones bancarias muestra una elevada heterogeneidad por países en algunos segmentos.** En particular, la heterogeneidad es especialmente acusada en los préstamos a vivienda con revisión del tipo de interés a más de cinco años (véase gráfico 3.11.1). Por ejemplo, en Italia y Alemania el aumento registrado en el coste de estas hipotecas desde finales de 2021 es similar al movimiento del tipo de interés de mercado de referencia, mientras que en Francia apenas se ha trasladado alrededor del 50 %. Igualmente, la remuneración de los depósitos ha aumentado de manera desigual, registrando España el menor incremento entre los cuatro países más grandes. En concreto, el incremento en España es 79 pb inferior al de la UEM y apenas representa el 20 % de la variación del euríbor a doce meses. Por el contrario, en los préstamos a empresas con revisión del tipo de interés hasta un año, que son los que predominan en este segmento, la transmisión de las subidas de los tipos de interés de referencia ha sido muy homogénea entre jurisdicciones.

**La distinta velocidad de transmisión de la política monetaria a los tipos de interés de las hipotecas y de los depósitos parece responder tanto a características idiosincrásicas de los bancos como a las diferencias en la estructura del sector bancario por países.**

Gráfico 3.10

### A PESAR DEL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA UEM, EL EURO HA TENDIDO A DEPRECIARSE DURANTE BUENA PARTE DE 2022

El tipo de cambio nominal del euro frente al dólar se depreció sustancialmente en la primera mitad de 2022, como resultado, sobre todo, del diferencial de tipos de interés respecto a Estados Unidos y de la mayor aversión al riesgo global. La política monetaria de la Fed ha ejercido una presión a la baja del euro significativa en comparación con ciclos de endurecimiento monetario anteriores.



FUENTE: Banco de España.

- a Las áreas sombreadas hacen referencia a los ciclos de endurecimiento de la política monetaria en la UEM.
- b Modelo BVAR de dos países que incluye la tasa OIS UEM a diez años, los precios de acciones de la UEM y de Estados Unidos, el tipo de cambio nominal bilateral USD/EUR y el diferencial entre la tasa OIS UEM a diez años y el bono del Tesoro de Estados Unidos. Identificación mediante restricción de signos en impacto según Brandt, Saint Guilhem, Schröder y Van Robays (2021) y estimado con datos diarios desde 2005 a 2022. Para ilustrar el cambio acumulado de las distintas perturbaciones que movieron el tipo de cambio nominal bilateral USD/EUR en el período de septiembre de 1999 a noviembre de 2000, se amplía la muestra de datos con inicio en 1999, empleando la cotización de los bonos alemanes a diez años como aproximación a la tasa OIS UEM a diez años.
- c El ciclo de subidas que comenzó en 1999 finaliza en noviembre del año 2000, ya que a partir de esa fecha comienza a haber expectativas de descenso de tipos.
- Última observación: 28 de abril de 2023.



La evidencia basada en un análisis de regresión con datos de una muestra de bancos individuales de todos los países del área del euro apunta a que los bancos que han experimentado un menor aumento de sus costes de financiación y que están mejor capitalizados han elevado en menor medida los tipos de interés de las nuevas hipotecas concedidas (véase gráfico 3.11.2)<sup>51</sup>. Estos resultados podrían explicarse porque este tipo de bancos tiene una menor necesidad de acumular capital orgánicamente mediante un aumento de sus márgenes de interés<sup>52</sup>. Por otro lado, de acuerdo con estos mismos ejercicios, la heterogeneidad entre países en la remuneración de los depósitos vendría explicada, principalmente, por las diferencias entre los distintos sistemas bancarios en la necesidad de captar fondos para conceder financiación y en el grado de concentración. En concreto, las entidades de crédito en aquellas jurisdicciones donde existe una menor necesidad de financiación mediante depósitos para sostener la actividad crediticia han incrementado más moderadamente

51 Para más detalle, véase Mayordomo y Roibás (2023).

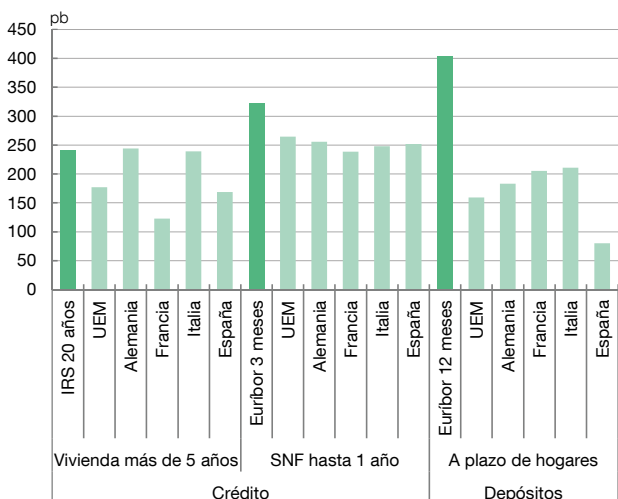
52 Estos resultados son coherentes con los que Holton y Rodríguez d'Acuña (2018) y Altavilla, Canova y Ciccarelli (2020) encuentran en otros episodios en los que se producen variaciones en los tipos de interés de referencia del crédito bancario.

Gráfico 3.11

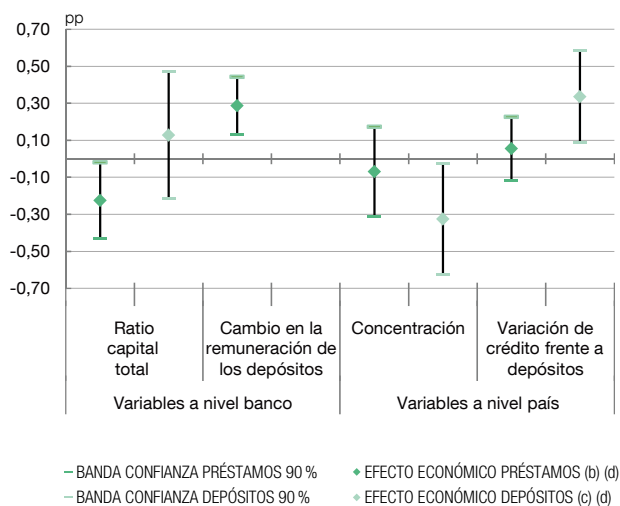
### ELEVADA HETEROGENEIDAD ENTRE LOS PAÍSES DE LA UEM EN LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN ALGUNOS SEGMENTOS, CONDICIONADA POR CARACTERÍSTICAS DE LOS BANCOS Y DEL SISTEMA BANCARIO DEL PAÍS

La heterogeneidad es muy acusada en las nuevas operaciones de crédito a vivienda a más de cinco años, mientras que en el segmento a sociedades no financieras (SNF) hasta un año las diferencias son más reducidas. Por su parte, el incremento de la remuneración de los depósitos a plazo en este ciclo ha sido menor en España. En cuanto a los factores explicativos, la velocidad de transmisión de la política monetaria depende tanto de las características idiosincrásicas de los bancos como de la estructura del sector bancario de cada país y del entorno competitivo. Los bancos que han experimentado un menor aumento de sus costes de financiación mediante depósitos y que están mejor capitalizados reaccionan en menor medida al aumento de los tipos de interés de mercado. Además, las entidades de crédito en aquellas jurisdicciones donde existe una menor necesidad de financiación mediante depósitos para sostener la actividad crediticia o una mayor concentración del sector bancario han incrementado más moderadamente los tipos de interés de los depósitos.

1 VARIACIÓN DEL COSTE DE LAS NUEVAS OPERACIONES Y DEL TIPO DE INTERÉS DE MERCADO ENTRE DICIEMBRE DE 2021 Y FEBRERO DE 2023 (a)



2 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN EN LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS NUEVAS OPERACIONES HIPOTECARIAS Y DE LOS DEPÓSITOS DE HOGARES



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Refinitiv Datastream.

- a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR) y están ajustados por componente estacional e irregular. El plazo indica la frecuencia con la que se revisa el tipo de interés del crédito formalizado.
- b Efecto económico derivado de un análisis de regresión a nivel banco en el que la variable dependiente es el cambio en el tipo de interés mensual medio de las nuevas operaciones de crédito hipotecario con revisión del tipo de interés a más de cinco años entre septiembre y diciembre de 2022 y la media de los mismos meses de 2021.
- c Efecto económico derivado de un análisis de regresión a nivel banco en el que la variable dependiente es el cambio en la remuneración mensual media de los depósitos a plazo con vencimiento inferior a dos años entre septiembre y diciembre de 2022 y la media de los mismos meses de 2021.
- d Para obtener el efecto económico se multiplica el valor estimado del coeficiente (y sus bandas de confianza) por la desviación estándar de la distribución de la variable explicativa correspondiente. Para la estimación se usan mínimos cuadrados ponderados, siendo el factor de ponderación el saldo vivo de hipotecas de cada banco en diciembre de 2021 en la primera regresión y el saldo vivo de depósitos a plazo de hogares de cada banco en la misma fecha en la segunda regresión. Se muestran los efectos económicos asociados a las variables para las que se encuentra un efecto significativo en alguna de las dos regresiones. La ratio de capital total se define como la suma del capital *tier* 1 y el *tier* 2 sobre los activos ponderados por riesgo. El cambio en la remuneración de los depósitos se obtiene como el incremento del tipo de interés mensual medio entre septiembre y diciembre de 2022 de todos los depósitos bancarios y la media de los mismos meses de 2021. La concentración se mide como el porcentaje del total de activos de los cinco bancos más grandes que operan en un país sobre el total de activos de todos los bancos del país. La variable variación de crédito frente a depósitos se define como la ratio del aumento del saldo de crédito concedido por todos los bancos de un país determinado entre diciembre de 2022 y diciembre de 2021 menos el aumento del saldo de depósitos en el mismo intervalo de tiempo relativo al PIB del país. En ambos análisis de regresión se utilizan, además, controles a nivel de banco y una medida de la liquidez del sistema bancario de cada país, siendo el efecto de todos ellos no estadísticamente significativo.



los tipos de interés de los depósitos en los últimos trimestres<sup>53</sup>. Asimismo, los bancos que operan en países que presentan una mayor concentración han elevado en menor medida la remuneración

53 Las necesidades de financiación de los bancos mediante depósitos para sostener la actividad crediticia de un determinado país se aproximan a partir de la ratio de la diferencia entre el aumento en el saldo de crédito concedido por todos los bancos de ese país entre diciembre de 2022 y diciembre de 2021 y el aumento en el saldo de depósitos en el mismo intervalo de tiempo relativo al PIB del país.

de los depósitos<sup>54</sup>. Así, aproximadamente la mitad de la diferencia en el aumento de la remuneración de los depósitos a plazo de los hogares observada entre España y la UEM (unos 79 pb) vendría explicada por la primera de las dos características del sistema bancario, mientras que la concentración explicaría un 18 % de este diferencial<sup>55</sup>. La menor contribución relativa del nivel de concentración para explicar la diferencia en el aumento de la remuneración de los depósitos en España y en la UEM se debe a que la medida de concentración en nuestro país es solo ligeramente superior a la del promedio del área del euro<sup>56</sup>.

**La heterogeneidad entre países es todavía más marcada en la traslación del aumento de los tipos de interés a los pagos netos por intereses bancarios de los hogares y las empresas.** Así, en España y en Italia, donde los hogares cuentan con una mayor proporción de *stock* de hipotecas a tipo de interés variable<sup>57</sup>, el aumento del coste medio de la deuda de las familias entre diciembre de 2021 y febrero de 2023 ha sido muy superior al observado en el conjunto de la zona del euro (de 1,2 pp y 0,9 pp, respectivamente, frente a 0,5 pp), lo que ha provocado que el efecto sobre las rentas netas asociado al aumento de los tipos de interés haya sido más negativo que en el conjunto de la UEM. En particular, durante dicho período los pagos netos por intereses se han elevado en una cuantía equivalente al 1 % y al 0,4 % de la RBD de los hogares en España y en Italia, respectivamente, frente al 0,3 % para el conjunto de la UEM (véase gráfico 3.12.1). En Alemania y en Francia, por el contrario, el impacto sobre la renta para los hogares ha sido positivo en términos netos, debido fundamentalmente al predominio del *stock* de hipotecas a tipo fijo. En el caso de las empresas es, de nuevo, en España y, especialmente, en Italia donde se ha registrado un impacto sobre las rentas más negativo en términos netos, debido al mayor predominio de operaciones a corto plazo y tipo de interés variable. Concretamente, los pagos netos por intereses de las empresas han aumentado durante el mismo período en un importe equivalente al 4,8 % y al 2,7 % del EBE en Italia y en España, respectivamente, frente al 2,2 % en el conjunto del área del euro (véase gráfico 3.12.2).

**El endurecimiento de la política monetaria también se ha transmitido de modo heterogéneo en los mercados de deuda soberana, si bien el anuncio del programa TPI y la flexibilidad en las reinversiones del PEPP habrían contribuido a contener estas divergencias.** Así, desde principios de 2022 y hasta la fecha de cierre de este Informe, los diferenciales entre la rentabilidad de las deudas soberanas y la tasa OIS a diez años de

54 Van Leuvensteijn, Sørensen, Bikker y Van Rixtel (2013) obtienen resultados similares.

55 Esta contribución se obtiene como el producto del coeficiente resultante del análisis de regresión por la diferencia existente entre el valor de la variable correspondiente para España y la UEM, relativo a la diferencia en el aumento de la remuneración de los depósitos entre las dos jurisdicciones.

56 En concreto, el porcentaje del total de activos de los cinco bancos más grandes que operan en España es unos 3 pp superior al de la media de los países de la UEM con bancos en nuestra muestra. De hecho, España se sitúa justo en la mediana de la distribución de esta medida de concentración. Por el contrario, España es uno de los países de la muestra donde el crecimiento del saldo de crédito bancario entre diciembre de 2022 y diciembre de 2021 es inferior al crecimiento del saldo de los depósitos, lo que explica una contribución relativa más importante de esta variable que aproxima la necesidad de financiación mediante depósitos para sostener la actividad crediticia. En cualquier caso, es importante resaltar que la medida de concentración utilizada en este trabajo no puede interpretarse directamente como una medida del grado de competencia efectiva en los distintos sistemas bancarios de la UEM.

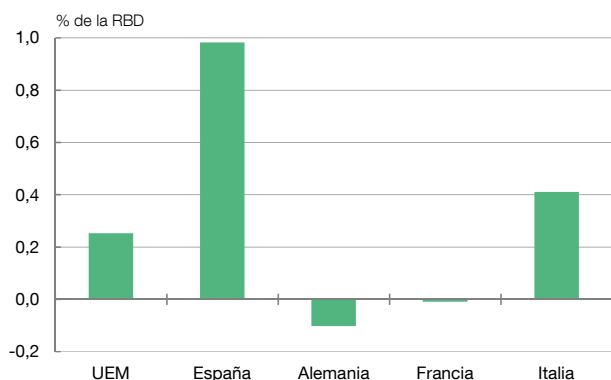
57 La proporción de *stock* de préstamos a hogares cuyo tipo de interés se renueva en los doce próximos meses era en 2021 del 67 % y del 59 % para España e Italia, respectivamente, frente al 25 % para el promedio de la UEM.

Gráfico 3.12

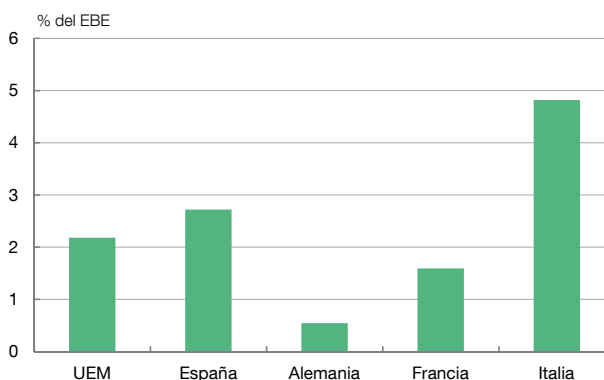
### LA HETEROGENEIDAD ENTRE PAÍSES ES TODAVÍA MÁS MARCADA EN LA TRASLACIÓN DEL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LOS PAGOS NETOS POR INTERESES BANCARIOS DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS

En España y en Italia, donde los hogares cuentan con una mayor proporción de *stock* de hipotecas a tipo de interés variable, el aumento del coste medio de la deuda de las familias ha sido muy superior al observado en el conjunto de la zona del euro, lo que ha provocado un impacto sobre las rentas asociado al aumento de los tipos de interés más negativo que en el conjunto de la UEM. En Alemania y en Francia, por el contrario, el efecto sobre la renta de los hogares ha sido positivo en términos netos, debido fundamentalmente al predominio del *stock* de hipotecas a tipo fijo. En el caso de las empresas, es, de nuevo, en España y, especialmente, en Italia donde se registra un efecto sobre la renta más negativo en términos netos, en línea con el mayor predominio en el saldo de operaciones a corto plazo y a tipo de interés variable.

1 VARIACIÓN DE LOS PAGOS NETOS POR INTERESES DE LOS HOGARES ENTRE DICIEMBRE DE 2021 Y FEBRERO DE 2023 (a)



2 VARIACIÓN DE LOS PAGOS NETOS POR INTERESES DE LAS EMPRESAS ENTRE DICIEMBRE DE 2021 Y FEBRERO DE 2023 (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Se calcula como la diferencia entre el aumento de los pagos por intereses de los préstamos bancarios y el aumento de los ingresos por intereses de los depósitos a la vista y a plazo (calculados sobre el *stock* de saldos bancarios al cierre de 2021) respecto a las rentas de 2021.



aquellos países con mayores niveles de deuda pública sobre el PIB han experimentado aumentos más intensos. Estos diferenciales se incrementaron en Italia y en Grecia en 34 pb y en 25 pb, respectivamente, mientras que el de España aumentó 13 pb. En países con deuda pública de mayor calificación crediticia, como Alemania y Francia, el diferencial descendió o apenas varió, condicionado, en parte, por la mayor demanda de activos de garantía de elevada calidad. Así, este diferencial se redujo en Alemania en 20 pb y en Francia se incrementó en 1 pb. En todo caso, las divergencias en la evolución de estos diferenciales se contuvieron desde la reunión *ad hoc* del Consejo de Gobierno del BCE del 15 de junio de 2022, en la que se anunció la implementación de un mecanismo para hacer frente a la fragmentación en los mercados —que cristalizaría en el establecimiento del TPI al mes siguiente— y la flexibilización de las reinversiones bajo el PEPP.

**Por su parte, se ha observado también una evolución heterogénea de los precios de la vivienda entre los países del área del euro desde principios de 2022.** Aunque la pauta de desaceleración ha sido generalizada, ha mostrado mayor intensidad en aquellos países en los que los precios de la vivienda se habían incrementado en mayor medida en la última década y mostraban signos de sobrevaloración<sup>58</sup>. Así, Alemania, Países Bajos, Luxemburgo y

58 Véase [Junta Europea de Riesgo Sistémico \(2022\)](#).

Eslovaquia registraron al cierre de 2022 caídas interanuales del precio de la vivienda, en términos nominales, del 5 %, 2,1 %, 1,4 % y 0,8 %, respectivamente, frente a un avance del 2,9 % en el conjunto de la UEM.

**Las diferencias entre los países del área del euro en las características del mercado hipotecario y en la estructura de su sector bancario se pueden traducir en una transmisión heterogénea de la política monetaria a la actividad económica y a la inflación.** Los impactos diferenciales documentados anteriormente sobre los costes de financiación, la remuneración de los depósitos y las rentas netas por intereses de hogares y de empresas pueden terminar implicando una distinta sensibilidad a la política monetaria entre países a nivel macroeconómico. Por ejemplo, en la medida en que dichos impactos diferenciales a nivel micro pueden derivar en distintas dinámicas para la inversión en vivienda o para el comportamiento agregado del consumo y del mercado laboral<sup>59</sup>.

#### 4.3.2 Heterogeneidad entre hogares y empresas

**La evidencia disponible apunta a que la traslación de las subidas de los tipos de interés al coste medio de las deudas de los hogares españoles estaría siendo muy heterogénea y contribuiría a amplificar el efecto sobre el consumo agregado.** El gráfico 3.13.1 presenta la distribución del impacto para los hogares de un incremento de 400 pb y de 500 pb de los tipos de interés de mercado, según los percentiles de renta y la proporción de activos líquidos —definidos como depósitos a la vista en proporción a la renta total del hogar—. Los hogares que experimentan un mayor impacto en sus gastos financieros netos —definidos como la diferencia entre los pagos por intereses de préstamos y los ingresos financieros por depósitos— son aquellos con una proporción de depósitos a la vista por debajo de la mediana poblacional. Ante una subida de los tipos de interés de mercado de 400 pb, su gasto se incrementa entre el 1,1 % y el 2,2 % de su renta, dependiendo del quintil de la distribución de ingresos en la que se encuentren, una vez revisadas las condiciones asociadas a los préstamos vivos a tipo variable. En la medida en que la propensión a consumir suele ser decreciente en la proporción de activos líquidos, estos resultados apuntarían a un impacto amplificador sobre el consumo agregado de la heterogeneidad, que se presenta en el gráfico 3.13.1<sup>60</sup>.

**En el caso de las empresas, también se observa una heterogeneidad muy marcada, que contribuiría a amplificar el efecto del aumento de los tipos de interés sobre la inversión agregada.** Las empresas más afectadas serían aquellas con una ratio de liquidez —definida como efectivo y otros activos líquidos equivalentes en proporción al activo total— por debajo de la mediana de la distribución (véase gráfico 3.13.2). Dentro de este grupo, son las empresas de menos de cinco años de antigüedad (un 10 % del total de empresas, aproximadamente) las que experimentarían un mayor impacto. Mientras que la ratio mediana de

59 Véanse Pica (2023), Slacalek, Tristani y Violante (2020) y Calza, Monacelli y Stracca (2013).

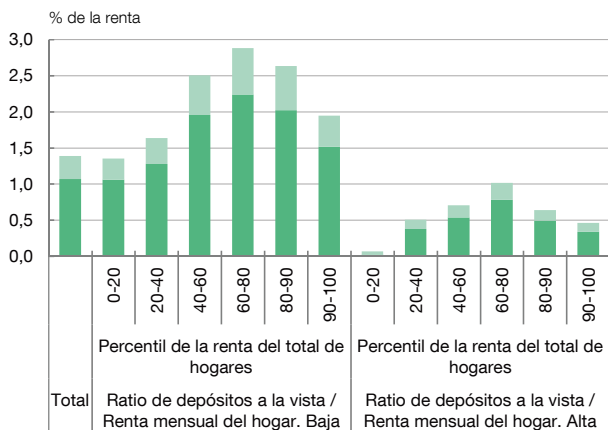
60 La covarianza entre las propensiones marginales a consumir y las características particulares de los hogares es un factor determinante a la hora de entender el papel agregado de la heterogeneidad. Véase Patterson (2023).

Gráfico 3.13

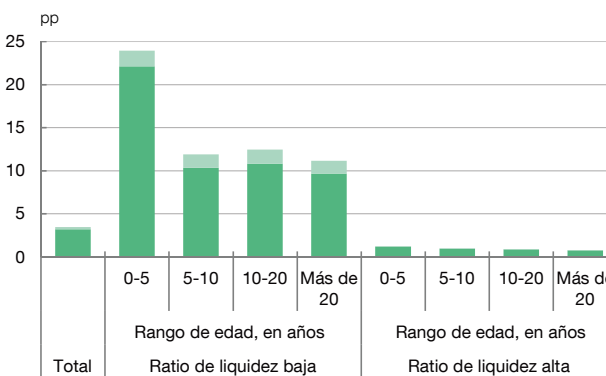
## EL IMPACTO SOBRE LAS RENTAS ASOCIADO A LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS ESTÁ SIENDO MUY HETEROGÉNEO ENTRE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Una subida de 400 pb en los tipos de interés de mercado aumentaría la carga financiera neta de los hogares en 1,1 pp. Estos efectos tenderían a ser más intensos para las familias con menores saldos de depósitos a la vista con respecto a su renta total y cuyos ingresos están por encima de la mediana. Las empresas más afectadas, por su parte, serían aquellas de menos de cinco años y con relativamente poca liquidez. Su ratio mediana de carga financiera bruta aumentaría 22,1 pp ante un incremento de los tipos de interés de mercado de 400 pb.

1 AUMENTO DEL GASTO FINANCIERO NETO DE LOS HOGARES ASOCIADO A LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (a)



2 AUMENTO ESTIMADO DE LA CARGA FINANCIERA MEDIANA POR LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (b) (c) (d)



IMPACTO DE UNA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN 400 PB

IMPACTO DE UNA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE 400 PB A 500 PB

%	Total	0 - 20	20 - 40	40 - 60	60 - 80	80 - 90	90 - 100
<b>Renta de los hogares</b>							
Porcentaje de hogares con préstamos a tipo variable	29,1	10,9	21,1	27,9	40,9	45,9	45,4
<b>Ratio de liquidez de las empresas (d)</b>							
Porcentaje de empresas con recursos ajenos con coste	66,3	79,9	77,3	72,3	62,9	49,6	31,3

FUENTES: Banco de España y Encuesta Financiera de las Familias (2020).

- a El impacto de las subidas de los tipos de interés recoge la variación de la carga financiera neta (Gastos por servicio de la deuda – Ingresos por intereses de depósitos). Se supone que las subidas de los tipos de interés se trasladan completamente al coste de las deudas a tipo de interés variable. En el caso de los depósitos, se supone una traslación del 8 % para los depósitos a la vista y del 44 % para los depósitos a plazo. La ratio de depósitos a la vista se considera alta si está por encima de la ratio mediana del total de hogares, y baja en caso contrario.
- b La carga financiera se define como Gastos financieros / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros).
- c La subida de los tipos de interés se traslada completamente al tipo de interés de las deudas y los créditos a tipo flexible.
- d Ratio de liquidez definida como Efectivo y otros activos líquidos equivalentes / Activo total. En este ejercicio, la ratio de liquidez se considera baja si está por debajo de la ratio de liquidez mediana del total de empresas; de lo contrario, se considera alta.



carga financiera bruta<sup>61</sup> entre todas las empresas aumentaría en 3,2 pp ante un incremento de los tipos de interés de mercado de 400 pb, el ascenso sería de 22,1 pp entre las empresas con una ratio de liquidez baja y con menos de cinco años de antigüedad. La literatura empírica y teórica reciente apunta a que dichas empresas presentan una propensión marginal a invertir

61 La carga financiera bruta se define como la ratio entre los gastos financieros y la suma del resultado de explotación y de los ingresos financieros. Antes de la subida de tipos de interés, la mediana de esta ratio para las compañías endeudadas se situaba en el 12,4 %.



relativamente alta<sup>62</sup> (por ejemplo, al transitar por un proceso de crecimiento o afrontar unos flujos de caja reducidos). De ser así, la heterogeneidad observada en cuanto al efecto del aumento de los tipos de interés sobre la carga financiera de las empresas tendría un impacto amplificador sobre la inversión agregada.

#### 4.4 Evidencia sobre la segunda etapa: efectos sobre la actividad económica y la inflación

**La transmisión a la actividad real y a la inflación del endurecimiento de la política monetaria estaría empezando a materializarse ya, aunque el grueso de los efectos se percibirán partir de este año.** Según el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), en un escenario contrafactual en el que los distintos canales descritos anteriormente operan de acuerdo con las regularidades empíricas que se han observado históricamente<sup>63</sup> y no se producen perturbaciones adicionales en ningún otro aspecto que condicionen el comportamiento de la economía, el endurecimiento de la política monetaria en los últimos trimestres habría reducido la inflación en España en 2022 en unos 0,2 pp (véase gráfico 3.14). Sin embargo, dados los considerables retardos entre las acciones de política monetaria y su efecto en la actividad y en la inflación, el impacto máximo sobre esta última se espera que se materialice a partir de este año. En particular, según las estimaciones realizadas, todo lo demás constante, el endurecimiento de la política monetaria reduciría la inflación en 0,5 pp en 2023, mientras que el impacto sería de 0,6 pp tanto en 2024 como en 2025. En el caso del PIB, dicho endurecimiento habría reducido el ritmo de avance del producto en 2022 en 0,6 pp, si bien su impacto máximo, de alrededor de 1,1 pp, se espera en 2024.

**El efecto del tipo de cambio y la sustitución intertemporal serían las dos vías principales de transmisión a la inflación.** El desglose por canales muestra la importancia, en los dos primeros años (2022-2023), del efecto sobre la inflación en España de la apreciación del tipo de cambio del euro asociada al endurecimiento de la política monetaria. Por otra parte, a partir de este mismo año se espera que la contracción del gasto de los agentes económicos por el aumento de los tipos de interés (efecto sustitución intertemporal) sea el principal factor de presión a la baja sobre la inflación y el crecimiento del PIB, siendo también relevante, aunque en menor medida, el efecto renta.

**Estos efectos estimados podrían subestimar el impacto macroeconómico que estaría asociado al rápido e intenso aumento que se ha producido en los tipos de interés.** Esto respondería, fundamentalmente, a dos factores. En primer lugar, el ciclo actual de endurecimiento de la política monetaria está siendo especialmente intenso, tanto por su magnitud como por su velocidad, lo que podría dar lugar a la existencia de efectos no lineales que no pueden ser capturados por modelos lineales, como el MTBE. Un ejemplo de estos

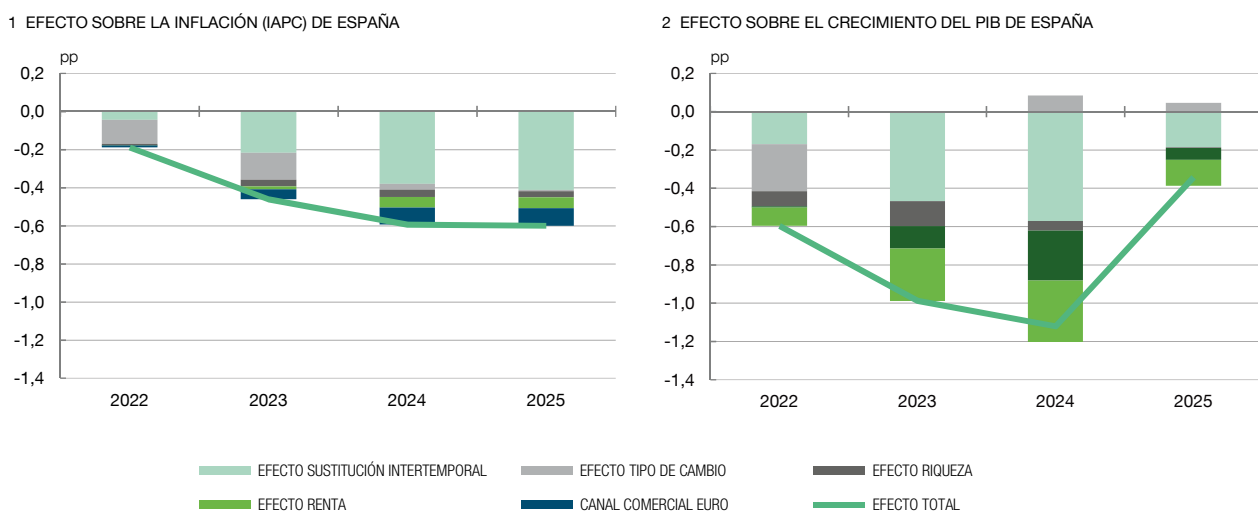
62 Véanse Cloyne, Ferreira, Froemel y Surico (2023), Jeenas (2019) y Ottonello y Winberry (2020).

63 En el caso de los canales de transmisión de la primera etapa se ha tenido en cuenta la evidencia que se ha documentado en las secciones anteriores.

Gráfico 3.14

### EL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA A TRAVÉS DE LOS DIFERENTES CANALES YA SE ESTÁ TRANSMITIENDO A LA ACTIVIDAD Y A LA INFLACIÓN EN ESPAÑA

La transmisión a la actividad real y a la inflación del endurecimiento de la política monetaria está empezando a materializarse en España, según estimaciones basadas en el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE).



FUENTE: Banco de España.

NOTA: Los resultados están basados en un modelo semiestructural de frecuencia trimestral, como el Modelo Trimestral del Banco de España. Véase Estrada, Fernández Sánchez, Moral y Regil (2004) para más detalles.



efectos no lineales estaría asociado, por ejemplo, a la materialización de episodios disruptivos en los mercados financieros, como los que se observaron, si bien de manera relativamente transitoria y contenida, a comienzos del pasado mes de marzo ante las dudas sobre la solvencia y liquidez de algunos bancos, principalmente estadounidenses. En segundo lugar, las estimaciones anteriores ignoran el potencial efecto amplificador sobre la actividad agregada que podría derivarse de la incidencia —tan asimétrica— que el actual proceso de endurecimiento de la política monetaria está teniendo, como se ha documentado anteriormente, sobre distintos tipos de hogares y de empresas.

## BIBLIOGRAFÍA

- Alonso, Irma, Iván Kataryniuk y Jaime Martínez-Martín. (2021). "Recuadro 3. El impacto de las perturbaciones de oferta y de demanda sobre la evolución reciente de la actividad y los precios". "Informe trimestral de la economía española". *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2021, pp. 1-4. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Informe%20trimestral/21/Recuadros/Fich/be2104-it-Rec3.pdf>
- Altavilla, Carlo, Favio Canova y Matteo Ciccarelli. (2020). "Mending the Broken Link: Heterogeneous Bank Lending Rates and Monetary Policy Pass-Through". *Journal of Monetary Economics*, vol. 110, pp. 81-98. <https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0304393219300030?token=0184A710C17B33F93045797DCE252FD7663895F9EDBDEABC147D9284EEEBE0DC347284A51200FF558DE0BA719FBC3C08&originRegion=eu-west-1&originCreation=20230331114449>
- An, Lian, Xiaoze Jin y Xiaomei Ren. (2014). "Are the macroeconomic effects of oil price shock symmetric? A Factor-Augmented Vector Autoregressive approach". *Energy Economics*, 45, pp. 217-228. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0140988314001261>
- Auclert, Adrien. (2019). "Monetary Policy and the Redistribution Channel". *American Economic Review*, vol. 109(6), pp. 2333-2367. <https://www.aeaweb.org/issues/550>
- Banco Central Europeo. (2022). "El Instrumento para la Protección de la Transmisión", nota de prensa del Banco Central Europeo, de 21 de julio de 2022. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/DecisionesPoliticaMonetaria/22/pm210722-TPI.pdf>
- Banco de España. (2022a). "El repunte global de la inflación". En Banco de España, *Informe Anual 2021*. [https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/21/Fich/InfAnual\\_2021\\_Cap3.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/21/Fich/InfAnual_2021_Cap3.pdf)
- Banco de España. (2022b). "Informe trimestral de la economía española". *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2022. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/22/T4/Fich/be2204-it.pdf>
- Banco de España. (2023). "Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-it-Proy.pdf>
- Barahona, R., y M. Rodríguez-Moreno. (2023). "Estimating the OIS term premium with analyst expectation surveys", mimeo.
- Benigno, Pierpaolo, Paolo Canofari, Giovanni Di Bartolomeo y Marcello Messori. (2022). "The ECB's asset purchase programme: Theory, effects, and risks". *Journal of Economic Surveys*, 12521. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/joes.12521>
- Bernanke, Ben S., y Mark Gertler. (1995). "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission". *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), pp. 27-48. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.9.4.27> <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.9.4.27>
- Bodnár, Katalin, y Tobias Schuler. (2022). "The surge in euro area food inflation and the impact of the Russia-Ukraine war". *ECB Economic Bulletin*, 4/2022. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202204\\_06~4e32074619.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202204_06~4e32074619.en.html)
- Borrallo, Fructuoso, Lucía Cuadro-Sáez y Javier José Pérez. (2022). "El aumento de los precios de las materias primas alimenticias y su traslación a los precios de consumo en el área del euro". *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, Artículos Analíticos. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/22/T3/Fich/be2203-art23.pdf>
- Borrallo, Fructuoso, Lucía Cuadro-Sáez, Matías José Pacce e Isabel Sánchez-Burgos. (2023). "Evolución reciente de los precios de consumo de los alimentos en el área del euro y en España". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/29819/1/be2302-art01.pdf>
- Brandt, Lennard, Arthur Saint Guilhem, Maximilian Schröder e Ine Van Robays. (2021). "What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk". ECB Working Paper, 2560. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2560~f98f3c7d78.en.pdf>
- Burriel, Pablo, Iván Kataryniuk y Javier J. Pérez. (2022). "Computing the EU's sure interest savings using an extended debt sustainability assessment tool". Documentos Ocasionales, 2210, Banco de España. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4125408](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4125408)

- Burriel, Pablo, Iván Kataryniuk, Carlos Moreno Pérez y Francesca Viani. (2023), "New supply bottlenecks index based on newspaper data", Documentos de Trabajo, 2304, Banco de España
- Calza, Alessandro, Tommaso Monacelli y Livio Stracca. (2013). "Housing Finance and Monetary Policy". *Journal of the European Economic Association*, vol. 11(3), pp. 101-122. [https://academic.oup.com/jeea/article/11/suppl\\_1/101/2316498](https://academic.oup.com/jeea/article/11/suppl_1/101/2316498)
- Chahad, Mohammed, Anna-Camilla Hofmann-Drahonsky, Adrian Page y Marcel Tirpák. (2023). "An updated assessment of short-term inflation projections by Eurosystem and ECB staff". *ECB Economic Bulletin*, 1/2023. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202301\\_06~df570a38fd.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202301_06~df570a38fd.en.html)
- Cloyne, James, Clodomiro Ferreira y Paolo Surico. (2019). "Monetary Policy When Households Have Debt: New Evidence on the Transmission Mechanism". *Review of Economic Studies*, vol. 87(1), pp. 102-129. <https://academic.oup.com/restud/article/87/1/102/5272505>
- Cloyne, James, Clodomiro Ferreira, Maren Froemel y Paolo Surico. (2023). "Monetary Policy, Corporate Finance and Investment". *Journal of the European Economic Association*, de próxima publicación.
- Costain, James Stanley, Galo Nuño y Carlos Thomas. (2022). "The term structure of interest rates in a heterogeneous monetary union". Documentos de Trabajo, 2223, Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeridas/DocumentosTrabajo/22/Files/dt2223e.pdf>
- Costain, James, Anton Nakov y Borja Petit. (2022). "Flattening of the Phillips curve under state-dependent prices and wages". *The Economic Journal*, 132(642), pp. 546-581. <https://academic.oup.com/ej/article/132/642/546/6333359>
- Eser, Fabian, Wolfgang Lemke, Ken Nyholm, Sören Radde y Andreea Liliana Vladu. (2019). "Tracing the Impact of the ECB's Asset Purchase Programme on the Yield Curve". ECB Working Papers Series, 2293. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2293~41f7613883.it.pdf>
- Estrada, Ángel, José Luis Fernández Sánchez, Esther Moral y Ana Valentina Regil. (2004). "A Quarterly Macroeconometric Model of the Spanish Economy". Documentos de Trabajo, 0413, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/6803>
- Ferrucci, Gianluigi, Rebeca Jiménez-Rodríguez y Luca Onorante. (2011). "Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy". *International Journal of Central Banking*, 28, pp. 179-217. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb12q1a9.htm>
- Galesi, Alessandro, Galo Nuño y Carlos Thomas. (2017). "El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria". *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2017, Artículos Analíticos. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2017/T1/fich/beaa1701-art7.pdf>
- Gambacorta, L., y D. Marques-Ibáñez. (2011). "The Bank Lending Channel. Lessons from the Crisis". BIS Working Papers, 1335, mayo.
- Gimeno y Ortega. (2023). "Modelling inflation expectations: the value of mixing information and frequencies", Banco de España, de próxima publicación.
- González Mínguez, José Manuel, Samuel Hurtado, Danilo Leiva-León y Alberto Urtasun. (2022). "De la energía al resto de los componentes: la generalización del fenómeno inflacionista". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/Fich/be2301-art02.pdf>
- Havranek, Tomas, y Marek Rusnák. (2012). "Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis". William Davidson Institute Working Paper, 1038. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2188438](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2188438)
- Hernández de Cos, Pablo. (2023). "Evolución reciente de la política monetaria del área del euro". The Brookings Institution, Washington, DC, 10 de abril.
- Holton, Sara, y Costanza Rodríguez d'Acri. (2018). "Interest rate pass-through since the euro area crisis". *Journal of Banking & Finance*, vol. 96, pp. 277-291. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426618301808>
- Jeenas, Priit. (2019). "Firm balance sheet liquidity, monetary policy shocks, and investment dynamics". *Work*, 5. [http://madbarworkshop.com/wp-content/uploads/2019/09/Jeenas\\_FBSL\\_0626.pdf](http://madbarworkshop.com/wp-content/uploads/2019/09/Jeenas_FBSL_0626.pdf)
- Junta Europea de Riesgo Sistémico. (2022). "Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries". Febrero.
- Kashyap, Anil K., y Jeremy C. Stein. (1995). "The impact of monetary policy on bank balance sheets". Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 42, pp. 151-195. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/016722319500032U>

- Kashyap, Anil K., y Jeremy C. Stein. (2000). "What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?". *American Economic Review*, vol. 90(3), pp. 407-428. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.90.3.407>
- Kilian, Lutz, y Robert. J. Vigfusson. (2011). "Are the responses of the US economy asymmetric in energy price increases and decreases?". *Quantitative Economics*, 2(3), pp.419-453. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.3982/QE99>
- Kishan, Ruby P., y Timothy Opiela. (2000). "Bank size, bank capital, and the bank lending channel". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32, pp. 121-141. <https://www.jstor.org/stable/pdf/2601095.pdf>
- Lane, Philip. (2022). "The transmission of monetary policy". Speech by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, at the SUERF, CGEG|COLUMBIA|SIPA, EIB, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE conference on "EU and US Perspectives: New Directions for Economic Policy". <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221011-5062b44330.en.html>
- Leuvensteijn, Michiel van, Christoffer Kok Sørensen, Jacob A. Bikker y Adrian A. R. J. M. van Rixtel. (2013). "Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area". *Applied Economics*, 45(11), pp. 1359-1380. <https://www.tandfonline.com/doi/epdf/10.1080/00036846.2011.617697?needAccess=true&role=button>
- López, Lucía, Susana Párraga y Daniel Santabárbara. (2022). "Recuadro 4. La traslación del incremento de los precios del gas natural a la inflación del área del euro y de la economía española". "Informe trimestral de la economía española". *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, pp. 52-55. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/22/T3/Fich/be2203-it-Rec4.pdf>
- Martínez-Carrascal, Carmen. (2022). "Recuadro 5. El impacto de la bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia sobre la evolución reciente del consumo y sobre sus perspectivas en el futuro". "Informe trimestral de la economía española". *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2022, pp. 60-61. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/24973/1/be2204-it-Rec5.pdf>
- Mayordomo, Sergio, e Irene Roibás. (2023). "La traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2.
- Michaud, François-Louis, y Christian Upper. (2008). "What drives interbank rates? Evidence from the Libor panel". *BIS Quarterly Review*, marzo. [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0803f.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0803f.htm)
- Otonello, Pablo y Thomas Winberry. (2020). "Financial Heterogeneity and the Investment Channel of Monetary Policy". *Econometrica*, vol. 88(6), pp. 2473-2502.
- Pacce, Matías, Ana del Río e Isabel Sánchez. (2022). "Evolución reciente de la inflación subyacente en el área del euro y en España". *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, Artículos Analíticos. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/22/T3/Fich/be2203-art25.pdf>
- Patterson, Christina. (2023). "The Matching Multiplier and the Amplification of Recessions". *American Economic Review*, vol. 113, pp. 982-1012. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20210254>
- Pica, Stefano. (2023). "Housing Markets and the Heterogeneous Effects of Monetary Policy Across the Euro Area". [https://www.stefanopica.com/research/HMHEMPEA/Pica\\_HeterogMP.pdf](https://www.stefanopica.com/research/HMHEMPEA/Pica_HeterogMP.pdf)
- Santis, Roberto A. De, André Geis, Aiste Juskaite y Lia Vaz Cruz. (2018). "The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations". *ECB Economic Bulletin*, 3/2018 - Articles, pp. 66-84. [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.ebart201803\\_02.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.ebart201803_02.en.pdf)
- Slacalek, Jiri, Oreste Tristani y Giovanni L. Violante. (2020). "Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area". *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 115. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165188920300488>

## EL IMPACTO DE UNA REDUCCIÓN MÁS RÁPIDA DE LO PREVISTO DE LAS TENENCIAS DE ACTIVOS DEL EUROSISTEMA SOBRE LOS RENDIMIENTOS DE LAS DEUDAS SOBERANAS EN EL ÁREA DEL EURO

En marzo de 2023, el BCE comenzó un proceso de reducción de la cartera de activos acumulada en el marco del programa de compras de activos del Eurosistema (APP, por sus siglas en inglés), dejando de reinvertir parte de los vencimientos asociados a dicho programa y permitiendo que el tamaño de esta cartera se redujera a un ritmo de 15 mm de euros al mes. En su última reunión de política monetaria, celebrada a comienzos de mayo, el BCE anunció su intención de continuar reduciendo la cartera del APP a un ritmo medido y predecible. En línea con estos principios, el Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del APP a partir de julio de 2023. En la medida en que esta decisión estaba prácticamente descontada por los mercados financieros —de acuerdo con la encuesta del BCE a analistas monetarios (SMA, por sus siglas en inglés) publicada en mayo— no debería producir cambios significativos en los rendimientos de las deudas soberanas durante los próximos meses.

En este contexto, el propósito de este recuadro es resaltar la importancia de que el proceso de reducción de la cartera del APP se produzca de una manera medido y predecible. Para ello, se simula cómo podrían reaccionar los rendimientos de las deudas soberanas en el área del euro en un escenario hipotético en el que los mercados financieros se vieran sorprendidos por el ritmo de disminución de esta cartera. En concreto, a efectos ilustrativos, se consideran dos sendas alternativas para la evolución de la cartera de bonos soberanos del APP. La primera es la que los mercados financieros contemplaban en marzo de 2023, de acuerdo con la encuesta SMA publicada ese mismo mes. La segunda es una senda diferente, en la que, desde mayo de 2023 hasta diciembre de 2024, el ritmo mensual de descenso de la cartera del APP es 15 mm de euros superior al que los analistas esperaban en marzo<sup>1</sup>.

En el gráfico 1 se muestra la evolución del saldo de la cartera de bonos soberanos del Eurosistema, distinguiendo entre dos grupos de países emisores: Alemania y Francia, considerados centrales (líneas verde oscuro), e Italia y España, considerados periféricos (líneas verde claro). Las líneas continuas representan la evolución esperada en marzo de 2023 por los analistas monetarios<sup>2</sup>, mientras que las líneas discontinuas se refieren al escenario alternativo.

Para simular el impacto de una sorpresa en cuanto a la senda prevista de reducción de la cartera del APP, este recuadro utiliza un modelo de arbitraje de bonos<sup>3</sup>, supone que la sorpresa tiene lugar en el mes de abril y evalúa su impacto sobre los rendimientos de los bonos soberanos europeos en ese mismo mes.

En el modelo utilizado, la reducción de las tenencias de bonos del Eurosistema en el marco de sus programas de compras eleva los rendimientos de las deudas soberanas a través de dos canales. El primer canal recoge la menor absorción de riesgo de duración por parte del Eurosistema. Ello se traduce en un aumento de la *prima por plazo* que incorporan los rendimientos de los bonos soberanos como compensación requerida por los inversores por el riesgo de variaciones en los tipos de interés de corto plazo durante la vida residual de los bonos. El segundo canal recoge la menor absorción del riesgo soberano por parte del Eurosistema, lo que implica un aumento de la *prima por riesgo soberano* requerida por los inversores por el riesgo de un eventual impago de dichos bonos. En ambos casos, estos efectos suponen una reversión del impacto que tuvo lugar cuando el Eurosistema aumentó sus tenencias de bonos soberanos, lo que condujo a una mayor absorción de ambos riesgos.

El gráfico 2 muestra el impacto del hipotético cambio en la senda esperada de reducción de la cartera del APP planteado en el gráfico 1 sobre los rendimientos

1 Desde enero de 2025, el ritmo de reducción sería el mismo que reflejan dichas expectativas.

2 El modelo empleado supone una unión monetaria de dos países, «Centro» y «Periferia», y por eso se agrupan los países centrales analizados como si fueran uno, haciendo lo mismo para los países periféricos considerados. El saldo de activos del país «Centro» en el modelo se calcula como la suma de los saldos de Alemania y de Francia, y la rentabilidad de estos bonos se calcula como el promedio de las rentabilidades alemanas y francesas, ponderadas por el PIB. Se agregan datos de Italia y de España del mismo modo para calcular los datos del país «Periferia». Para calcular el impacto de la aceleración de la reducción de la cartera, se supone que la disminución mensual adicional de 15 mm de euros afecta a «Centro» y a «Periferia» en proporción a las tenencias actuales de bonos alemanes y franceses, por un lado, e italianos y españoles, por otro, como fracción del saldo total de la cartera del APP.

3 El modelo se emplea para descomponer las variaciones de la curva de tipos en componentes relacionados con el tipo a corto plazo esperado, la prima por plazo y la prima por riesgo de impago. Para más detalles, véase J. Costain, G. Nuño y C. Thomas (2022), "The term structure of interest rates in a heterogeneous monetary union", Documentos de Trabajo, 2223, Banco de España. El modelo supone una extensión al contexto de una unión monetaria del trabajo anterior de D. Vayanos y J. Vila (2021), "A preferred-habitat model of the term structure of interest rates", *Econometrica* 89(1), pp. 77-112.

Recuadro 3.1

**EL IMPACTO DE UNA REDUCCIÓN MÁS RÁPIDA DE LO PREVISTO DE LAS TENENCIAS DE ACTIVOS DEL EUROSISTEMA SOBRE LOS RENDIMIENTOS DE LAS DEUDAS SOBERANAS EN EL ÁREA DEL EURO (cont.)**

Gráfico 1  
SALDO DE LA CARTERA DE BONOS ESPERADA POR EL MERCADO (a)

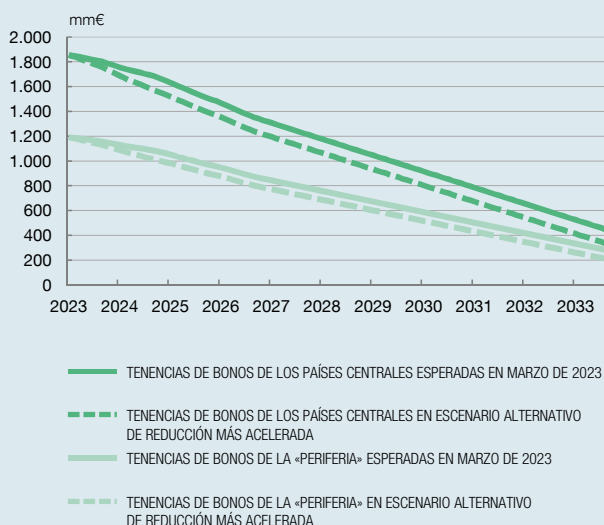
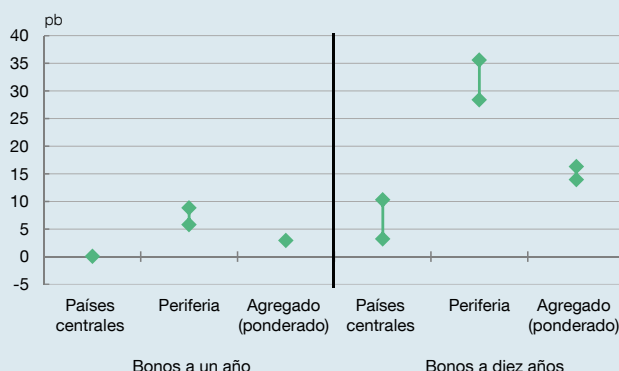


Gráfico 2  
IMPACTO SOBRE LOS RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA DE LA REDUCCIÓN MÁS ACELERADA DEL SALDO DE LA CARTERA DE BONOS DEL EUROSISTEMA (b)



FUENTES: Banco Central Europeo, Bloomberg, Refinitiv Datastream y Banco de España.

NOTA: Análisis realizado con el modelo de Costain, Nuño y Thomas (2022), "The term structure of interest rates in a heterogeneous monetary union".

- a La cartera de bonos se refiere a los bonos soberanos mantenidos por los bancos centrales como parte de su programa de compra de activos (APP) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP). Las expectativas sobre la evolución de dicha cartera se obtienen de la encuesta a analistas monetarios (SMA) realizada en marzo de 2023. «Países centrales» incluye las tenencias de Alemania y de Francia, y «Periferia» las de España y de Italia.
- b El gráfico muestra los cambios en los rendimientos de bonos soberanos del área del euro de una reducción adicional del saldo de la cartera de bonos del APP en 15 mm de euros al mes, desde mayo de 2023 hasta diciembre de 2024. «Países centrales» se refiere al promedio entre Alemania y Francia, «Periferia» al promedio de España y de Italia y «Agregado» al promedio de los cuatro países ponderados por el PIB de cada país en 2022. Las bandas corresponden al rango obtenido mediante las dos estimaciones alternativas del modelo: una con una elasticidad del impacto equivalente a la observada con el programa PEPP y otra utilizando la elasticidad del impacto del programa APP.

promedios de los bonos soberanos de Italia y de España, por un lado, y de Francia y de Alemania, por otro, así como sobre el rendimiento promedio de los bonos soberanos del área del euro (aproximado por la suma de los cuatro países). En particular, se muestran resultados para dos calibraciones alternativas del modelo, lo que permite obtener un rango de estos efectos y así tener en cuenta la incertidumbre existente sobre ellos. En la primera estimación, el modelo está parametrizado para ser coherente con los impactos observados con el programa PEPP, que tuvo lugar en el contexto de unos mercados financieros especialmente tensionados y que afectó mucho más a los rendimientos soberanos de los países periféricos que a los de los países centrales. En la segunda estimación, los parámetros del modelo son coherentes con la

elasticidad del impacto del programa APP, que no difirió tanto entre países<sup>4</sup>. El gráfico muestra el cambio en los rendimientos soberanos de cada grupo de países que se observaría en abril de 2023, según el modelo, tras la revisión de las expectativas del mercado sobre la evolución del saldo de la cartera del APP que implican un mayor ritmo de reducción.

En ambos casos, como cabría esperar, se observa un mayor impacto en los rendimientos de los bonos a plazos más largos para los tres grupos de países presentados. En particular, el impacto sobre el rendimiento promedio de los bonos soberanos del área del euro a largo plazo se estima entre 14 pb y 16 pb, mientras que se encuentra entre 2 pb y 3 pb en el caso de los bonos a un año. Ello apunta, en

4 Concretamente, en la primera estimación los parámetros del modelo de arbitraje de bonos se infieren para reproducir el impacto del anuncio del PEPP en marzo de 2020 sobre los rendimientos soberanos de los países centrales y periféricos mencionados, mientras que, en la segunda estimación, se parametriza el modelo para reproducir el impacto del programa APP, en su configuración de enero de 2015, sobre los rendimientos de los mismos países.

### EL IMPACTO DE UNA REDUCCIÓN MÁS RÁPIDA DE LO PREVISTO DE LAS TENENCIAS DE ACTIVOS DEL EUROSISTEMA SOBRE LOS RENDIMIENTOS DE LAS DEUDAS SOBERANAS EN EL ÁREA DEL EURO (cont.)

parte, a un aumento de la *prima por plazo*, que ejerce presión al al rendimiento promedio de los bonos soberano. Pero el efecto sobre el rendimiento promedio a diez años del área del euro también se debe a la subida adicional que se observa para el grupo de países clasificado como «periferia», para los que el mercado considera que existe una mayor probabilidad de impago de sus deudas. Para estos países, los inversores exigirían una compensación por el *riesgo soberano*, que afecta a los rendimientos de los bonos a todos los plazos, desde los más cortos (moderadamente) hasta los más largos (fuertemente). En concreto, el rendimiento de los bonos soberanos de Italia y de España a un año podría aumentar entre 6 pb y 9 pb (frente al impacto nulo sobre los países centrales), y en el caso de los bonos a diez años lo haría

entre 28 pb y 36 pb (entre 3 pb y 10 pb para Francia y para Alemania).

Los resultados del modelo sugieren, por tanto, que el canal de riesgo de duración podría ser menos importante que el canal del riesgo soberano en un contexto de reducción más rápida de lo inicialmente anticipado de la cartera del APP, especialmente si el cambio en las expectativas sobre dicha reducción coincidiese con unas condiciones en los mercados de bonos similares a las que había cuando se anunció el programa PEPP. En consecuencia, aunque en el escenario hipotético planteado aumentaría el coste de financiación en todos los Estados miembros del área del euro, lo haría en mayor medida en aquellas jurisdicciones en las que los mercados perciben un mayor riesgo soberano.





# 4

## ESPAÑA Y LA UNIÓN EUROPEA FRENTE A LA CRISIS ENERGÉTICA: AJUSTE A CORTO PLAZO Y RETOS PENDIENTES



## 1 Introducción

**La guerra en Ucrania ha puesto de relieve las extraordinarias vulnerabilidades que conlleva la particular configuración energética de todos los Estados miembros de la Unión Europea (UE).** En efecto, el mix energético que las economías europeas mantenían antes de iniciarse el conflicto bélico —en el que los combustibles fósiles seguían suponiendo casi tres cuartas partes del consumo de energía—, las considerables dependencias externas asociadas a dicho mix —pues importamos la práctica totalidad de esos combustibles— y la ausencia de suficientes infraestructuras de interconexión energética dentro de la UE —especialmente incompletas en los segmentos de electricidad y de gas natural— han configurado un entorno muy proclive para que una perturbación adversa como la que se ha materializado —con una brusca reducción en el volumen de importaciones energéticas desde algunos países y un fuerte aumento de los precios— tuviera un impacto negativo muy significativo y heterogéneo sobre las distintas economías europeas, que, además, difícilmente podía repartirse o suavizarse entre ellas (véase epígrafe 2).

**A pesar de ello, a lo largo de los últimos trimestres la decidida respuesta de las autoridades europeas y la notable capacidad de adaptación que han mostrado las economías de la UE han permitido evitar escenarios potencialmente muy disruptivos.** En particular, en un período de tiempo muy acotado se ha logrado diversificar las fuentes de suministro energético —sustituyendo gran parte de las importaciones procedentes de Rusia— y reducir el consumo de energía en el conjunto de la UE. Todo ello evitando cortes generalizados de suministro o una contracción significativa de la actividad económica. No obstante, es importante tener en cuenta que este proceso de ajuste también se habría visto facilitado por algunos factores coyunturales favorables que podrían revertirse en los próximos trimestres —como la climatología relativamente benigna que se observó durante el invierno pasado en Europa y la reducción de las importaciones de China de gas natural licuado (GNL) que se produjo en 2022 como consecuencia de la aplicación de la política de «COVID cero» en este país— (véase epígrafe 3.1).

**En cualquier caso, la crisis energética actual está teniendo una incidencia muy asimétrica entre hogares y empresas** (véanse epígrafes 3.2 y 3.3). Entre otros factores, este impacto viene condicionado por la diferente exposición inicial de hogares y empresas a los bienes energéticos que se han encarecido —que es mayor, *ex ante*, para las familias de rentas más bajas y para las empresas más intensivas en energía y de menor tamaño—, por su capacidad para reducir el consumo de estos y por el efecto de las medidas desplegadas por las autoridades —la mayor parte de las cuales han tenido un carácter generalizado y no han estado focalizadas en los colectivos más vulnerables—. En el caso de las empresas, a lo largo de los últimos trimestres estas han reaccionado al aumento de sus costes energéticos

incrementando sus precios de venta, renegociando sus contratos de suministro y tratando de mejorar su eficiencia energética —entre otras actuaciones—. Todo ello con una considerable heterogeneidad sectorial y por tipo de empresa, de forma que las compañías de menor tamaño y menos productivas han mostrado una mayor vulnerabilidad ante la crisis energética actual.

**De cara al futuro, corregir las deficiencias estructurales que se han identificado en la configuración energética de la UE resulta coherente con avanzar —incluso, quizá, más rápido de lo inicialmente previsto— en la transición ecológica europea hacia una economía neutra en carbono.** Algunas de las bases sobre las que debería apoyarse este proceso de transformación ya se han establecido, como las distintas iniciativas englobadas en el contexto del Pacto Verde Europeo y los programas *Next Generation EU* (NGEU) y *REPowerEU*<sup>1</sup>. En cualquier caso, y a pesar de estas iniciativas, alcanzar los compromisos asumidos —muy ambiciosos— sigue suponiendo un desafío de una extraordinaria envergadura.

**La reducción de la dependencia energética exterior de la UE y la transición ecológica exigirán, en las próximas décadas, el despliegue masivo de fuentes de energía renovables, mejoras adicionales en materia de eficiencia energética y un mayor desarrollo de las infraestructuras de interconexión energética dentro de la UE** (véase epígrafe 4.1). Todo ello supondrá considerables desafíos, por ejemplo, en el ámbito tecnológico, dado que algunas de las tecnologías verdes se encuentran actualmente en una fase de desarrollo inicial o tienen un coste que aún no resulta competitivo. Además, este proceso de transformación también provocará un incremento sustancial de la demanda de algunas materias primas —como las tierras raras— que son escasas en la UE, lo que podría dar lugar a nuevas dependencias externas de terceros países. En cualquier caso, a pesar de los retos que implica, el impulso de las energías renovables podría suponer una gran oportunidad para nuestra economía, dado que España es el segundo país de la UE con mayor potencial de producción de energía eólica terrestre y el primero de energía solar, y cuenta con empresas que son líderes mundiales en estos sectores.

**Para avanzar en la transformación energética de la economía, también será fundamental que la respuesta de las políticas europeas a la crisis actual sea ágil, aporte certidumbre y evite que la transición ecológica acabe provocando una pérdida estructural de competitividad para nuestro tejido productivo** (véase epígrafe 4.2). Es imprescindible que, dentro de la UE, se responda de forma conjunta a los riesgos y amenazas que son comunes a todos los Estados miembros. En este sentido, en el marco de la respuesta europea conjunta que ya se está produciendo a la crisis energética actual, es indispensable que se sigan reforzando algunos aspectos clave. En particular, en materia de financiación, el volumen de inversiones que será necesario en los próximos años para afrontar los desafíos asociados con la transición ecológica va mucho más allá de las cantidades contempladas en los programas europeos actuales y de las posibilidades nacionales de muchas de las economías en la región. Por ello se requerirán avances más decididos en la financiación común de estos

<sup>1</sup> Para un mayor detalle sobre estas iniciativas, véanse [Banco de España \(2022b\)](#), [Dormido, Garrido, L'Hotellerie-Fallois y Santillán \(2022\)](#) y [L'Hotellerie-Fallois, Manrique y Marín \(2023\)](#).

bienes públicos para la UE, por ejemplo, a través del establecimiento de una capacidad fiscal permanente a escala europea.

## 2 La configuración energética en la Unión Europea antes del comienzo de la guerra en Ucrania

### 2.1 El mix energético y su heterogeneidad por países

**En las últimas décadas, las fuentes de energía renovables han incrementado su peso en el mix energético de España y de la UE, si bien los combustibles fósiles seguían representando en 2021 cerca del 70 % del consumo energético primario<sup>2, 3</sup> (véase gráfico 4.1.1).** Dentro de los combustibles fósiles, el petróleo era la principal fuente de energía en 2021, seguido del gas natural y del carbón. En ese mismo ejercicio, el peso de las energías renovables<sup>4</sup> en el consumo energético primario total fue del 16 % en España y del 18 % en la UE —porcentajes tres veces superiores a los que se registraron en 1991—, mientras que la energía nuclear representó el 12 % y el 13 % del consumo, respectivamente.

**A este proceso de transformación energética han contribuido diferentes factores, entre los que destacan una mayor generación de electricidad mediante fuentes de energía renovables, los cambios en la estructura sectorial de las economías y las mejoras de eficiencia.** En particular, entre 1991 y 2021 el peso de las renovables en la generación de electricidad se incrementó en 29 puntos porcentuales (pp) en España y en 23 pp en la UE, hasta suponer un 38 % y un 47 % del total, respectivamente (véase gráfico 4.1.2). También se elevó de manera apreciable la importancia relativa del gas natural como insumo para generar electricidad, mientras que se redujo muy sensiblemente la del petróleo y el carbón. Asimismo, la evolución del mix energético se ha visto condicionada por los cambios observados en la composición sectorial del crecimiento económico —en la medida en que existe una notable heterogeneidad entre sectores en cuanto a la cantidad y al tipo de fuentes de energía que emplean— y por las mejoras que se han alcanzado en términos de eficiencia energética en cada sector<sup>5</sup>. En efecto, como se pone de manifiesto en el recuadro 4.1, tanto la intensidad energética —definida como la cantidad de energía consumida por unidad de producto— como la intensidad de carbono —entendida como la cantidad de CO<sub>2</sub> emitida por unidad de producto— han mejorado en España y en la UE a lo largo de las últimas décadas.

**En todo caso, antes del estallido de la guerra en Ucrania, el mix energético mostraba algunas diferencias significativas entre los principales países de nuestro entorno. En**

2 El consumo energético primario es la cantidad total de recursos energéticos demandados, ya sea para el consumo de los usuarios finales o para su transformación en otra forma de energía —por ejemplo, en electricidad—.

3 Fuera de la UE, en 2021 el peso de los combustibles fósiles alcanzó, por ejemplo, el 76 % en el Reino Unido, el 81 % en Estados Unidos y el 83 % en China, país en el que el carbón constituye el principal insumo energético (un 55 % del total).

4 Se consideran fuentes de energía renovables, de acuerdo con la definición de Eurostat, la solar, la hidroeléctrica, la geotérmica, la eólica, la mareomotriz, los biocombustibles y la procedente de residuos municipales renovables.

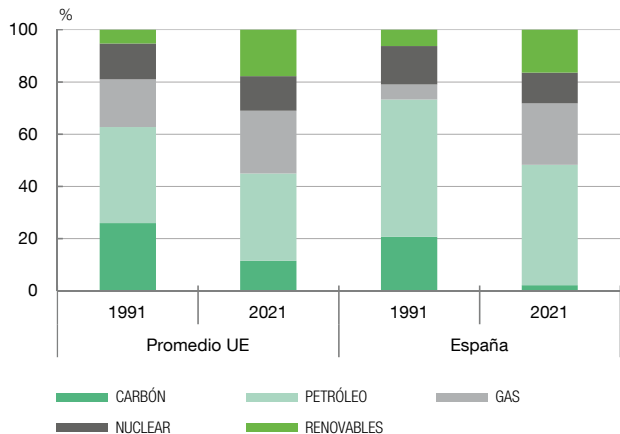
5 Serrano-Puente (2021).

Gráfico 4.1

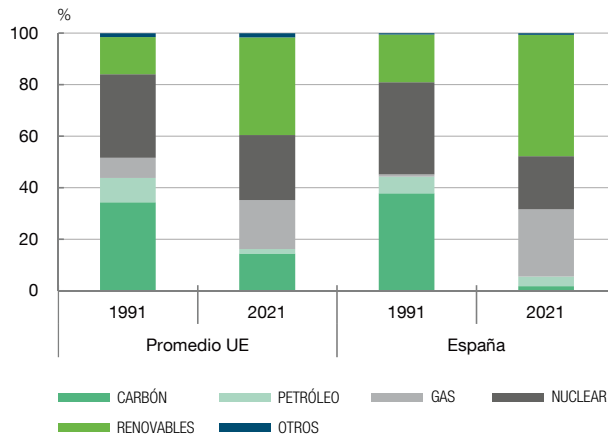
**CARACTERIZACIÓN DE LA DEMANDA ENERGÉTICA EN LA UE Y EN ESPAÑA**

A pesar de la relevancia de los combustibles fósiles, en las últimas décadas se ha reducido su peso a favor de las energías renovables. Los patrones de consumo de energía son muy heterogéneos entre economías europeas. En España, el petróleo sigue siendo la fuente de energía predominante, debido en gran parte al mayor peso del sector transporte, seguido del gas natural, cuyo uso es principalmente industrial.

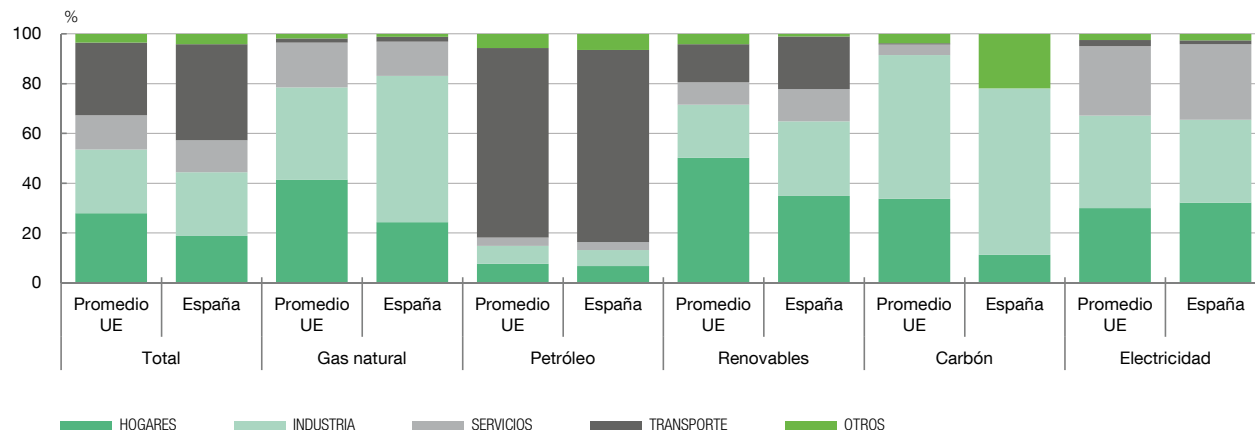
1 CONSUMO PRIMARIO DE ENERGÍA (a)



2 GENERACIÓN ELÉCTRICA POR FUENTE (b)



3 CONSUMO FINAL ENERGÉTICO SECTORIAL EN 2021 (c)



FUENTE: Eurostat.

- a Consumo primario disponible bruto según la balanza energética de Eurostat, que excluye fuentes secundarias de energía.
- b Basado en la generación eléctrica bruta, que incluye el propio consumo del sector eléctrico. En «Petróleo» se incluyen tanto la fuente primaria como productos derivados de este y, en «Carbón», el carbón y otros combustibles fósiles sólidos según la clasificación de Eurostat. «Otros» incluye otras fuentes, como gases manufacturados, productos de turba y residuos no renovables.
- c Distribución basada en el consumo final de los agentes económicos recogidos en las balanzas energéticas de Eurostat. En el sector del transporte se incluyen los diferentes modos de transporte nacional, excluyendo la aviación y el transporte marítimo internacional. La partida «Otros» recoge sectores adicionales, como la agricultura y la pesca. En «Petróleo» se incluyen tanto la fuente primaria como productos derivados de este y, en «Carbón», el carbón y otros combustibles fósiles sólidos según la clasificación de Eurostat.



términos generales, estas diferencias son el reflejo de distintas estrategias nacionales —persistentes en el tiempo— en cuanto a sus políticas energéticas, de asimetrías en las estructuras productivas nacionales y de una dotación heterogénea de recursos naturales. Así, por ejemplo, Francia ha apostado históricamente por la energía nuclear, de forma que esta supuso un 48 % de su consumo energético en 2021, un porcentaje muy por encima del 12 %

observado en España y del 0 % que registraron otros 14 países de la UE. Por su parte, en ese mismo año, en Polonia, República Checa y Alemania —los principales países productores de carbón de la UE— el peso del carbón en su mix energético se situó en el 47 %, el 31 % y el 19 %, respectivamente, porcentajes muy superiores al 2 % observado en España y al 11 % registrado en el promedio de la UE.

**A escala europea, España destacaba por un mayor uso relativo del petróleo, que es consecuencia principalmente del elevado consumo del sector del transporte en nuestro país.** Antes del comienzo de la guerra en Ucrania, la participación del petróleo en el mix energético primario español se encontraba sensiblemente por encima del promedio de la UE —un 46 %, frente a un 33 % (véase gráfico 4.1.1)—. Esto se producía porque el sector del transporte —que demanda aproximadamente tres cuartas partes del total de esta materia prima tanto en España como en la UE (véase gráfico 4.1.3)<sup>6</sup>— presentaba en nuestro país una eficiencia energética menor que en el conjunto de la UE<sup>7</sup>, aspecto que más que compensaba el hecho de que el peso de este sector fuera inferior en la economía española respecto a la europea —un 4 % y un 5,5 % del valor añadido bruto de la economía, respectivamente, en 2021—.

**El consumo de gas natural en España era similar al de la UE —en torno a un 24 % del total—, aunque con una composición muy distinta.** En comparación con la UE, en 2021 la demanda de gas en España era más elevada para la generación de electricidad y, entre los usuarios finales, por parte de la industria. En dicho año, el 59 % del consumo final de gas en nuestro país lo realizó la industria —fruto, en parte, del elevado peso en nuestra estructura productiva del sector químico y de la construcción—. En cambio, el consumo de gas natural de las familias españolas era relativamente reducido —un 24 % del consumo final de este insumo, frente a un 41 % en la UE—, fundamentalmente debido a unas menores necesidades de climatización del hogar que en otros países europeos y a la presencia, aún significativa, de productos petrolíferos —esencialmente gasóleo, butano y propano— en las soluciones de calefacción.

**Estas mismas diferencias también se apreciaban en cuanto al consumo de energía producida con fuentes renovables.** En efecto, en 2021 el consumo primario de energía que provenía de fuentes renovables era muy similar en España —un 16 %— y en la UE —un 18 %—, si bien con una composición relativamente más sesgada, en el caso español, hacia la generación de electricidad y la demanda industrial. En particular, en nuestro país las empresas industriales eran responsables del 30 % del consumo final de energías renovables, frente a un 21 % en el caso de las europeas. En cambio, el consumo final de estas fuentes de energía por parte de los hogares españoles era inferior al del promedio de la UE —un 35 %, frente a un 50 %—, un aspecto

6 El consumo final de energía corresponde a la energía consumida por los usuarios finales —por ejemplo, hogares y empresas—, excluyendo la energía primaria utilizada en la transformación energética. En este sentido, cabe destacar que alrededor de un tercio del consumo primario de energía en España se destina a la generación y distribución de electricidad, que posteriormente es demandada por los usuarios finales.

7 De acuerdo con el Instituto para la Diversificación y el Ahorro de Energía, en 2019 la intensidad energética del sector transporte en España era un 21 % más elevada que en el agregado de los países de la UE.



que podría deberse a múltiples factores y, entre otros, a la regulación y a las diferentes políticas de fomento del autoconsumo en nuestro país a lo largo de las últimas décadas<sup>8</sup>.

## 2.2 Las dependencias externas asociadas al mix de energía consumida

**En las últimas décadas, la dependencia energética externa de la UE se ha incrementado y es mayor que la de las principales economías mundiales.** Entre 1990 y 2019 —antes del estallido de la pandemia de COVID-19 y de la guerra en Ucrania—, el porcentaje de energía consumida en la UE que se cubría con importaciones netas aumentó en 10 pp, hasta el 60 %<sup>9</sup>. Esta dependencia energética de la UE con respecto a terceros países es mayor que la de Estados Unidos —que es exportador neto de productos energéticos desde 2019— y que la de China —que, en ese mismo año, únicamente importaba un 22 % de su consumo final de energía—.

**En 2019, la UE importaba la práctica totalidad del petróleo —un 97 %— y del gas natural —un 90 %— que consumía** (véase gráfico 4.2.1); **además, estas importaciones se encontraban relativamente concentradas** (véase gráfico 4.2.2). En efecto, antes de que comenzara la guerra en Ucrania, el 33 % de todas las importaciones de productos energéticos de la UE provenían de Rusia. Otros socios comerciales clave eran Noruega, Reino Unido y Estados Unidos, aunque ninguno de ellos alcanzaba un peso superior al 9 % del total de las importaciones energéticas de la UE.

**Las importaciones energéticas europeas más vulnerables a la materialización de interrupciones en el comercio global eran las de gas natural, uranio, antracita y petróleo.** La vulnerabilidad de la UE en lo que respecta a las importaciones de productos energéticos puede cuantificarse calculando indicadores de dependencia que reflejen la concentración de las importaciones en unos pocos países proveedores, la escasez de producción interna en la UE y la posibilidad de sustitución de los flujos externos de aprovisionamiento<sup>10</sup>. El cuadro 4.1 recoge estos tres indicadores para los principales productos energéticos, indicando con colores más cercanos al rojo los bienes caracterizados por una vulnerabilidad relativa más elevada<sup>11</sup>. Sobre la base de estas métricas, se aprecia, con datos hasta 2019, que las

8 Véanse, por ejemplo, López Prol y Steininger (2017) y Mir-Artigues, Río y Cerdá (2018).

9 Este porcentaje se refiere a las importaciones netas de combustibles fósiles sólidos, de petróleo y derivados, de electricidad y de gas natural sobre la energía bruta disponible. Las fuentes renovables y la energía nuclear se consideran producción nacional. En todo caso, en 2021 el peso de la energía importada por la UE desde terceros países permanecía en niveles muy elevados —un 56 % del total de la energía consumida—.

10 La concentración de las importaciones de cada producto se mide a través del índice de Herfindahl-Hirschman, que se obtiene elevando al cuadrado el peso de cada país exportador en las importaciones de la UE y sumando esas cantidades. La capacidad de producción interna y de sustitución de fuentes se obtiene a través de dos métricas: 1) el peso de las importaciones intra-UE en las importaciones totales, y 2) la ratio de las importaciones provenientes de fuera de la UE entre las exportaciones europeas totales. Para más detalles sobre el cálculo de estos indicadores, véase Comisión Europea (2021) e Ioannou y Pérez (2023).

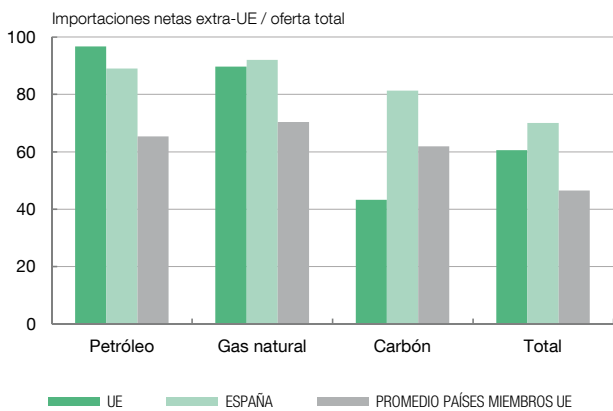
11 El mapa de calor se construye estandarizando los indicadores de dependencia de los distintos productos, utilizando la media y la desviación estándar calculadas sobre toda la muestra de bienes energéticos, para obtener un indicador de vulnerabilidad. Los productos se clasifican y codifican con colores según el quintil al que pertenecen sus indicadores de vulnerabilidad —los colores más cercanos al rojo indican los productos cuyas importaciones son caracterizadas por una vulnerabilidad relativa más elevada—. El orden de los productos en el mapa de calor refleja su peso en las importaciones europeas de productos energéticos.

Gráfico 4.2

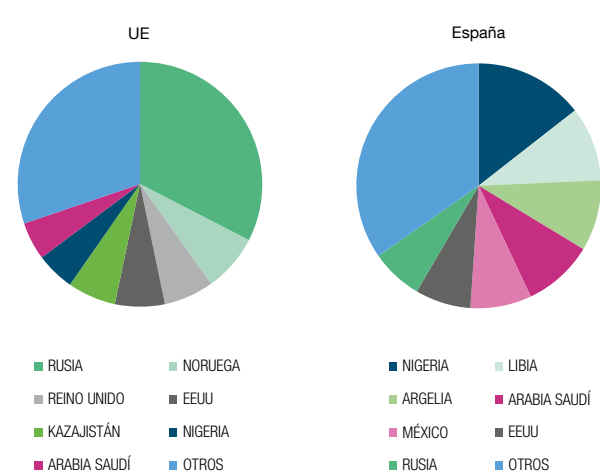
**LA DEPENDENCIA ENERGÉTICA EUROPEA**

Comparada con el conjunto de la UE, España es más dependiente de terceros países en lo que respecta a las compras de energía, aunque sus importaciones resultan más diversificadas entre distintos proveedores.

1 DEPENDENCIA ENERGÉTICA DE ESPAÑA Y LA UE EN 2019 (a)



2 MAYORES PROVEEDORES DE PRODUCTOS ENERGÉTICOS EN 2019 (b)



FUENTES: CEPII-BACI y Eurostat.

- a «UE»: importaciones netas provenientes de países externos al área en porcentaje de la energía bruta disponible. «Promedio países miembros UE»: importaciones provenientes de países no pertenecientes a la UE en porcentaje de producción nacional, importaciones totales y acumulación de existencias. En «Petróleo» se incluyen tanto la fuente primaria como derivados de este y, en «Carbón», el carbón y otros combustibles fósiles sólidos según la clasificación estandarizada (SIEC, por sus siglas en inglés) de Eurostat.
- b Cuotas del valor de las importaciones de productos energéticos (antracita, carbón, coque, turba, crudo, derivados del petróleo, gas natural, propano, butano, uranio y madera para combustible). Las cuotas de los distintos proveedores de gas natural en estado gaseoso se calculan a través de la base de datos Eurostat NRG (Baiteanu y Viani, 2023).



dependencias externas más vulnerables de la UE eran las relativas al gas natural, al uranio, a la antracita y al petróleo, productos que resultan muy escasos en la UE, de difícil sustitución y, con la excepción del petróleo crudo y del GNL, con importaciones fuertemente concentradas en unos pocos países exportadores. Además, cuando se tiene en cuenta en qué medida los principales proveedores de productos energéticos para las economías europeas están alineados con los posicionamientos internacionales de la UE<sup>12</sup>, también se aprecian señales adicionales de vulnerabilidad en el caso de los derivados del petróleo —con un tercio de las importaciones provenientes de Rusia—, del GNL —cuyos principales proveedores son Catar y Rusia— y del carbón —con un 45 % de las importaciones provenientes de Rusia—<sup>13</sup>.

**En el caso concreto de España, las importaciones de energía de nuestro país estaban más diversificadas que las del conjunto de la UE en 2019.** El índice utilizado por la Comisión

12 La última columna del cuadro 4.1 pondera el índice de concentración de las importaciones con un indicador que recoge las diferencias en los patrones de votación en las sesiones sobre los derechos humanos de las asambleas generales de la ONU en el período 2010-2019 entre el país proveedor y la UE —aproximada por Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos y Bélgica—. De acuerdo con la literatura, este indicador proporciona una aproximación al grado de alineación geopolítica entre países —Bailey, Strezhnev y Voeten (2017)—.

13 En sentido contrario, las importaciones de uranio natural, a pesar de estar relativamente concentradas, podrían resultar algo menos vulnerables a disrupciones en el comercio mundial, en la medida en que más de la mitad de estas provienen de Canadá, un país tradicionalmente alineado con los planteamientos internacionales de la UE.

Cuadro 4.1

**VULNERABILIDAD DE LAS IMPORTACIONES DE PRODUCTOS ENERGÉTICOS DE LA UE (2019) (a)**

	Concentración	Escasez	Sustituibilidad	Concentración + proximidad política
Petróleo crudo	Verde	Rojo	Rojo	Verde
Derivados del petróleo	Verde	Verde	Amarillo	Amarillo
Gas natural gaseoso	Rojo	Amarillo	Amarillo	Rojo
Gas natural licuado	Verde	Rojo	Rojo	Amarillo
Carbón	Amarillo	Rojo	Rojo	Amarillo
Gases licuados de petróleo	Verde	Amarillo	Amarillo	Verde
Energía eléctrica	Verde	Verde	Verde	Verde
Uranio enriquecido	Rojo	Amarillo	Verde	Rojo
Antracita	Rojo	Amarillo	Amarillo	Rojo
Uranio natural	Amarillo	Amarillo	Amarillo	Verde
Coque	Amarillo	Amarillo	Amarillo	Amarillo
Madera para combustible	Amarillo	Verde	Verde	Verde
Turba	Amarillo	Verde	Verde	Amarillo

**FUENTES:** Banco de España, a partir de la base de datos Eurostat, CEPIL-BACI y Bailey, Strezhnev y Voeten (2017).

a Los indicadores de concentración de las importaciones, escasez y sustituibilidad de cada producto son estandarizados usando la media y desviación estándar de toda la muestra (*z-score*). Los productos se clasifican y codifican con colores según el quintil al que pertenecen los *z-scores* resultantes; los colores más cercanos al rojo indican una mayor vulnerabilidad. La última columna del mapa de calor muestra un índice de concentración de las importaciones en el que las cuotas de importaciones de cada país se ponderan con un indicador de «proximidad política» a la UE, según los patrones de votación en las sesiones sobre derechos humanos de las asambleas generales de la ONU, calculados siguiendo a Bailey, Strezhnev y Voeten (2017). El orden de los productos refleja su peso en las importaciones europeas de productos energéticos.

Europa (CE) para medir la concentración de las importaciones energéticas de terceros países muestra su valor mínimo, entre las economías de la UE, para España y Francia<sup>14</sup>. En particular, en 2021 el valor de este índice para España se situaba un 33 % por debajo del correspondiente a Alemania e Italia, y era un 70 % inferior al valor mediano observado para el conjunto de los países de la UE. En cualquier caso, si bien en términos agregados la economía española presentaba una elevada diversificación en cuanto a sus proveedores externos de energía, en el caso particular del gas natural, hasta 2021 las importaciones españolas se encontraban muy concentradas en Argelia —lugar de origen de un 43 % de las importaciones totales de España de este insumo en términos reales—.

**No obstante, la dependencia energética española del exterior era mayor que la de la UE y también aumentó en las últimas décadas.** En España, el porcentaje de energía importada de terceros países de fuera de la UE se incrementó desde el 63 % en 1991 hasta el 70 % en 2021 (véase gráfico 4.1.1), lo que situó a nuestro país en el quintil superior de las economías europeas con mayor dependencia externa<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Balteanu y Viani (2023).

<sup>15</sup> Importaciones de productos energéticos provenientes de países no pertenecientes a la UE como porcentaje de la producción nacional, importaciones totales y acumulación de existencias.

## 2.3 La insuficiente integración de los mercados de la energía dentro de la Unión Europea

**Pese a que la UE ha promovido en los últimos tres lustros el incremento de las interconexiones energéticas entre los distintos Estados miembros, estas son aún incompletas.** La ausencia de suficientes infraestructuras que faciliten la interconexión y la integración de los mercados de la energía dentro de la UE es especialmente visible en el caso del gas natural y de la electricidad. En cambio, en el caso del crudo y del carbón, el grado de desarrollo de estas infraestructuras tiene una importancia relativa menor, puesto que estas materias primas se suministran principalmente por vía marítima.

**La integración del mercado de gas natural a escala europea se encuentra limitada por las infraestructuras existentes.** Antes del comienzo de la guerra en Ucrania, la capacidad de la UE para importar gas natural se concentraba en el que provenía, por gaseoducto, de Rusia, Noruega, el norte de África y Azerbaiyán (véase gráfico 4.3.1). No obstante, este gas se recibía, fundamentalmente, en unos pocos países centroeuropeos y mediterráneos, y no existían —ni existen en la actualidad— infraestructuras que permitieran redistribuirlo ampliamente dentro de la UE. Por otra parte, la capacidad de la UE para importar GNL por vía marítima era mucho menor que la de importar gas por gaseoducto y se encontraba limitada por las terminales de regasificación existentes, de las que solo disponían el 30 % de los Estados miembros. En cualquier caso, la posibilidad de que algunos de los países europeos con elevada capacidad regasificadora —como España— pudieran redistribuir ese gas dentro de la UE se encontraba, de nuevo, restringida por la ausencia de suficientes infraestructuras de interconexión en la región.

**Además, la capacidad de interconexión eléctrica entre países es muy desigual.** A pesar de que la mayor parte del sistema eléctrico europeo está interconectada a través de la red de transporte de electricidad europea continental —lo que posibilita la existencia de un mercado interior de electricidad—, en términos prácticos, la capacidad de interconexión eléctrica dentro de la UE se ve limitada por múltiples factores<sup>16</sup>. En este sentido, la ratio entre la capacidad de importación de electricidad y la capacidad total de generación es muy desigual entre los distintos Estados miembros (véase gráfico 4.3.2). En particular, en algunos países periféricos —como España y Portugal— la capacidad de interconexión eléctrica con el resto de Europa es muy reducida, con una ratio entre la capacidad de importación y la producción interna de electricidad cercana al 6 %, muy por debajo del objetivo europeo para 2030 del 15 %.

**Otros aspectos, de naturaleza muy diversa, contribuyen también a que los mercados de la energía en la UE muestren un comportamiento muy heterogéneo entre países.** Al margen de los distintos factores señalados anteriormente —por ejemplo, en cuanto al mix energético y a

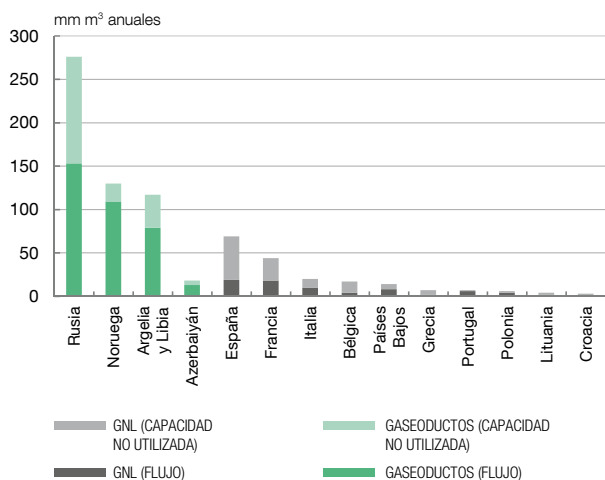
<sup>16</sup> Por ejemplo, por la existencia de restricciones técnicas derivadas de las diferentes densidades de las líneas de transmisión, por las condiciones geográficas —como las barreras montañosas o la insularidad— y por las trabas derivadas de las distintas regulaciones nacionales con respecto a la ordenación del territorio —incluyendo, entre otras, las relativas a la protección del medioambiente y la delimitación de zonas protegidas, y las urbanísticas, que determinan los diferentes tipos de uso del suelo entre residencial, industrial, terciario o dotacional—.

Gráfico 4.3

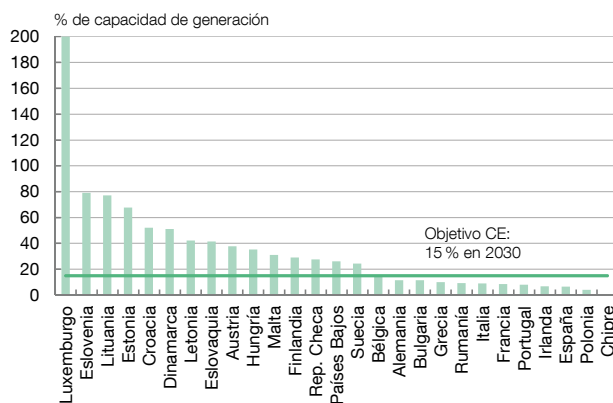
**INTERCONEXIONES ENERGÉTICAS EN LA UE**

A pesar de los esfuerzos de la UE, las interconexiones energéticas europeas son insuficientes. En el mercado de gas natural, la integración del mercado se encuentra limitada por las infraestructuras existentes, tradicionalmente muy dependientes de los gasoductos y de Rusia. Asimismo, el lento desarrollo de las interconexiones eléctricas ha conducido a la existencia de países muy pocos conectados con el resto del sistema, como en el caso de España.

1 IMPORTACIÓN DE GAS EN LA UE Y CAPACIDAD NO UTILIZADA EN 2021



2 CAPACIDAD DE INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA



FUENTES: Comisión Europea y Fondo Monetario Internacional.



las interconexiones de cada país—, existen otros muchos aspectos —de un carácter eminentemente técnico— que condicionan sensiblemente —y de forma muy asimétrica— el funcionamiento de los mercados de la energía en cada Estado miembro y, en particular, el nivel y la volatilidad de los precios de la energía que observan las familias y las empresas.

**Por ejemplo, existen diferencias muy significativas entre países en el proceso de traslación de los cambios en los precios mayoristas de la electricidad a los precios minoristas.** En particular, en comparación con el resto de la UE, esta traslación es relativamente rápida e intensa en España, donde un porcentaje muy importante de los consumidores están ligados directamente al precio diario del mercado mayorista a través del precio voluntario para el pequeño consumidor<sup>17, 18</sup>. En cambio, en Francia, por ejemplo, desde 2011 una cuarta parte de la electricidad de origen nuclear no se negocia en el mercado mayorista, sino que se vende directamente a las comercializadoras a un precio regulado, lo que condiciona, por tanto, el nivel y la volatilidad de los precios minoristas de la electricidad en este país.

**Asimismo, una proporción considerable de los precios energéticos pagados por los consumidores son impuestos y otros conceptos regulados, cuyo peso difiere de manera apreciable entre las distintas economías europeas.** Así, por ejemplo, España

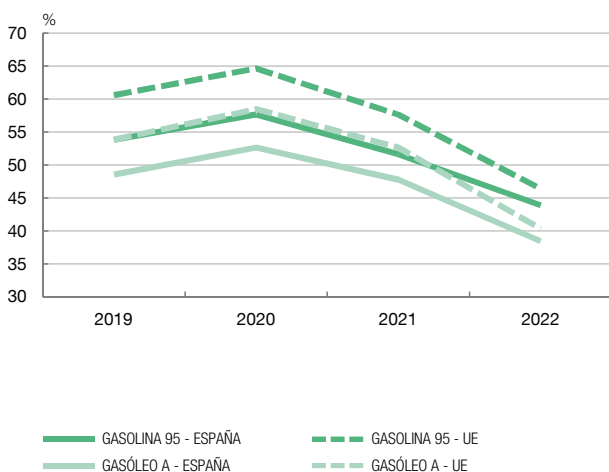
<sup>17</sup> Pacce, Sánchez y Suárez-Varela (2021).

<sup>18</sup> Una de las condiciones para la aprobación del mecanismo de la excepción ibérica por parte de la Comisión Europea fue la reforma del actual precio voluntario para el pequeño consumidor (Real Decreto-ley 10/2022, de 13 de mayo).

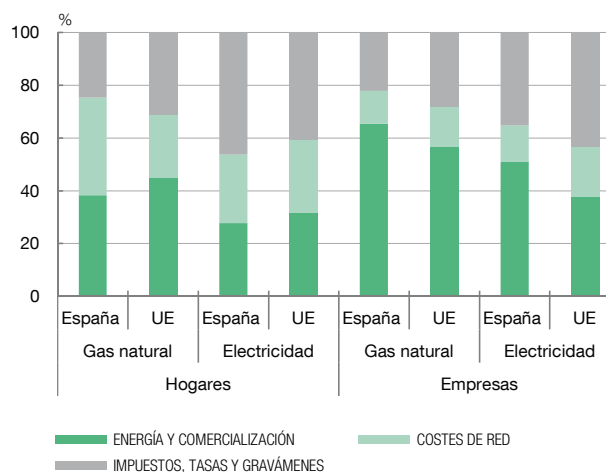
**ESTRUCTURA DE LOS PRECIOS ENERGÉTICOS**

Una proporción importante de los precios energéticos son impuestos y otros conceptos regulados, que en España suponen un porcentaje inferior al promedio de la UE, con la excepción de lo que suponen en la factura eléctrica y del gas de los hogares.

1 PESO DE LOS IMPUESTOS EN LOS PRECIOS DE LOS CARBURANTES DE AUTOMOCIÓN



2 ESTRUCTURA DE LOS PRECIOS DE GAS NATURAL Y DE ELECTRICIDAD (2019)



FUENTE: Eurostat.



presenta una presión fiscal sobre los carburantes —IVA e impuesto especial sobre hidrocarburos— inferior a la de la media de la UE (véase gráfico 4.4.1)<sup>19</sup>. Por otra parte, tomando como referencia el año 2019, los impuestos y los costes regulados<sup>20</sup> suponían un porcentaje relativamente elevado de la factura del gas y, especialmente, de la electricidad tanto en España como en el promedio de la UE (véase gráfico 4.4.2). En comparación con la UE, este porcentaje era algo superior en España en el caso de las facturas de los hogares —un 72 % y un 62 % en electricidad y gas en nuestro país, frente a un 69 % y un 55 %, respectivamente, en la UE—, pero inferior en el caso de las facturas de las empresas.

### 3 El ajuste a corto plazo de las economías europeas a la crisis energética

**Las autoridades europeas han respondido de forma decidida a la invasión rusa de Ucrania y a los retos que ella ha supuesto desplegando un amplio abanico de medidas en múltiples ámbitos.** Así, por ejemplo, a lo largo de los últimos trimestres se han aprobado distintos paquetes de sanciones y de restricciones destinadas, fundamentalmente, a elevar el

19 Véase Banco de España (2022b), en su epígrafe 4.1.

20 En España, estos costes regulados incluyen, por ejemplo, la retribución de las redes de transporte y de distribución. En el caso de la electricidad, también incorporan el régimen retributivo específico para instalaciones de producción con energías renovables, cogeneración y residuos (RECORE), la amortización del déficit de tarifa y el sobrecoste de los sistemas no peninsulares. Para un mayor detalle sobre los distintos componentes que forman parte de la tarifa eléctrica en España, véase Matea Rosa, Martínez Casares y Vázquez Martínez (2021).

coste de la guerra para Rusia y su economía<sup>21</sup>. Asimismo, para favorecer la capacidad de respuesta de los Estados miembros de la UE en mayo de 2022, la CE acordó mantener activa durante 2023 la cláusula general de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que permanecía vigente desde el comienzo de la pandemia y que, antes de iniciarse el conflicto bélico en Ucrania, se esperaba que fuera desactivada de cara a 2023. Finalmente, la CE aprobó un nuevo Marco Temporal de Ayudas de Estado, que flexibiliza la concesión de subvenciones y préstamos bonificados a los sectores más afectados por la crisis energética y trata de impulsar la transición hacia una economía sin emisiones.

**En el ámbito energético, destaca el lanzamiento del programa *REPowerEU* por parte de la CE<sup>22</sup>.** En términos generales, este programa aglutina una serie de iniciativas que persiguen diversificar las fuentes de suministro de combustibles fósiles de la UE, intensificar el ahorro de energía y acelerar el despliegue de las energías renovables. Para alcanzar estos objetivos, entre otras medidas, se permite a los Estados miembros redirigir el remanente de los fondos del programa NGEU —y fondos adicionales procedentes de los mercados de emisiones de carbono de la UE— para adoptar nuevas actuaciones en materia energética. Asimismo, se establecen nuevas regulaciones en el contexto, por ejemplo, de los inventarios de gas, los objetivos de energías renovables y las compras compartidas de gas natural<sup>23</sup>.

**Por su parte, ante el recrudecimiento de las presiones inflacionistas que provocó la invasión rusa de Ucrania, las autoridades nacionales de los distintos países de la UE han aprobado múltiples iniciativas de naturaleza muy diversa.** Fundamentalmente, estas actuaciones han tratado de limitar el incremento de los precios nacionales —especialmente de los bienes energéticos, pero también, en algunos casos, de los alimentos— y/o de sostener las rentas de los agentes económicos ante la pérdida de poder adquisitivo que estos han venido experimentando desde 2021. En conjunto, estas medidas —que han sido mayoritariamente generalizadas, en lugar de estar focalizadas en los colectivos más vulnerables— ascenderían a unos 2 pp del PIB de la UE<sup>24</sup>. Además, si bien la práctica totalidad de estas actuaciones se aprobaron inicialmente por un período de tiempo relativamente acotado, la persistencia de unas elevadas presiones inflacionistas ha llevado a que su vigencia temporal se haya extendido, en la mayoría de los casos, a buena parte de 2023.

**En conjunto, el despliegue de todas estas iniciativas a escala europea y de los distintos Estados miembros ha condicionado las dinámicas macroeconómicas recientes en la UE.** En la segunda mitad de 2022, la actividad económica europea se desaceleró de forma apreciable —también a escala global—, como resultado del impacto de las distintas perturbaciones adversas que venían incidiendo sobre esta durante buena parte de 2021 y del primer semestre de 2022. En particular, estas se tradujeron en una notable pérdida acumulada de poder adquisitivo para los hogares y las empresas, en un marcado deterioro de la confianza y en un importante tensionamiento de la política monetaria y de las condiciones financieras

21 Comisión Europea (2022a).

22 Véase, por ejemplo, [plan REPowerEU](#), Comisión Europea.

23 L'Hotellerie-Fallois, Manrique y Marín (2023).

24 Checherita-Westphal y Dorrucchi (2023).

globales. No obstante, en parte por el despliegue de todas las iniciativas descritas anteriormente a escala europea y de los distintos Estados miembros —también como consecuencia de una reversión parcial de algunos de los *shocks* de oferta negativos que estaban condicionando la actividad—, en el tramo final de 2022 y a comienzos de 2023, la actividad económica europea mostró una considerable resiliencia, se comportó mejor de lo esperado y se evitó una contracción significativa del PIB. Durante este período también se produjo un intenso proceso de sustitución de las fuentes energéticas de la UE y de reducción en el consumo de gas, que permitió evitar un escenario potencialmente disruptivo en el que fuera necesario implementar, en algunas economías europeas, cortes generalizados de este insumo durante el pasado invierno (véase epígrafe 3.1). Por otra parte, el pico de las presiones inflacionistas parece haber quedado atrás, fundamentalmente en términos de la inflación general, dado que la subyacente y la de los alimentos siguen mostrando una considerable resistencia a la baja.

**En términos generales, el comportamiento de la actividad en España durante los últimos trimestres ha sido relativamente similar al observado en las principales economías europeas. Sin embargo, las dinámicas de la inflación en España y en el resto de Europa han sido algo distintas, con una desaceleración más rápida de la inflación general en nuestro país.** Esto sería el reflejo de múltiples factores; entre otros, como ya se ha mencionado, del hecho de que la traslación de los precios mayoristas de la electricidad a los precios minoristas sea más rápida e intensa en nuestro país, así como de algunas de las medidas desplegadas por las autoridades españolas y, en particular, del mecanismo de ajuste de costes de producción para la reducción del precio de la electricidad en el mercado mayorista —el llamado «mecanismo ibérico»—, que habría tenido una notable incidencia a la baja sobre la inflación en nuestro país durante 2022<sup>25</sup>. El recuadro 1.2 de este Informe ofrece una estimación del impacto agregado que las diferentes medidas desplegadas por las autoridades españolas para mitigar los efectos del repunte de los precios y de la crisis energética habrían tenido sobre el PIB y la inflación de nuestro país en los últimos trimestres. Para más detalles sobre la evolución agregada de la actividad y de los precios en España y en la Unión Económica y Monetaria, y de la política monetaria del Banco Central Europeo a lo largo de los últimos trimestres, véanse los capítulos 1 y 3 de este Informe. Más allá de estos impactos agregados, en los epígrafes 3.2 y 3.3 se presta una especial atención al impacto diferencial que la crisis energética actual está teniendo sobre distintos tipos de hogares y empresas españoles.

### 3.1 La sustitución de las fuentes energéticas

**En parte como consecuencia de algunas de las medidas descritas anteriormente, los países de la UE han mostrado, en los últimos trimestres, una capacidad relativamente elevada para reducir sus importaciones energéticas procedentes de Rusia.** En particular, en el cuarto trimestre de 2022 se han detenido completamente las importaciones europeas de

<sup>25</sup> [Pacce y Sánchez \(2022\)](#).



carbón y coque provenientes de Rusia. Además, la cuota de este país en las importaciones de la UE de gas natural por gaseoducto se redujo desde algo más del 50 % en 2021 hasta el 13 % a finales de 2022. En este mismo período también se produjo una caída en el peso relativo de Rusia en las importaciones europeas de crudo —desde el 26 % hasta el 13 %— y de GNL —desde el 16 % hasta el 10 %—.

**Esto ha sido posible, fundamentalmente, por la sustitución de las materias primas que se importaban de Rusia por las de otros proveedores internacionales.** Así, por ejemplo, en los últimos trimestres se ha observado, a escala de la UE, un aumento de las importaciones de gas por gaseoducto provenientes, sobre todo, de Noruega, el norte de África y Azerbaiyán. También se han incrementado las importaciones de GNL con origen, especialmente, en Estados Unidos, Catar y Nigeria<sup>26</sup>. En el caso de España, antes del comienzo del conflicto bélico en Ucrania, las importaciones energéticas que procedían de Rusia eran relativamente limitadas. En este sentido, la necesidad de sustituir dichas importaciones por las de otros proveedores era algo menos acuciante en nuestro país que, por ejemplo, en otras economías centroeuropeas<sup>27</sup>. En todo caso, a lo largo de 2022 el flujo de gas hacia España proveniente de Argelia se fue reduciendo de manera apreciable —hasta caer un 40 % con respecto al año anterior—, lo que requirió incrementar el suministro de este combustible, principalmente en estado licuado, a través de otros países —entre los que destacan Estados Unidos, Nigeria, Rusia y Egipto— y terminó redundando en un mayor coste para nuestra economía<sup>28</sup>.

**A ello también habría contribuido la reducción observada en el consumo de gas.** En efecto, en 2022 el consumo de gas en la UE se redujo un 13 % con respecto a la media de los últimos años, si bien con una notable heterogeneidad por países, agentes y sectores (véase gráfico 4.5)<sup>29</sup>. Conjuntamente, el sector industrial y los hogares redujeron su consumo en un 15 % en la UE y en un 14 % en España. Con información más desagregada, no siempre comparable entre países, la reducción del consumo fue particularmente acusada en el sector industrial<sup>30</sup>. No obstante, con carácter general, la reducción en los niveles de producción industrial se vio parcialmente mitigada por la sustitución del gas por otros insumos energéticos y, en algunos casos, por una recomposición de la producción hacia productos cuya elaboración resultaba menos intensiva en energía. Por otra parte, el descenso en el consumo de gas fue menos intenso en el caso del sector eléctrico —una caída del 2 % en la UE y un aumento del 16 % en

26 Para más detalles, véase Balteanu y Viani (2023).

27 Quintana (2022).

28 Con carácter general, en comparación con el gas en estado gaseoso, el gas licuado es más costoso, en la medida en que hay que aplicarle dos procesos de transformación adicionales para poder utilizarlo.

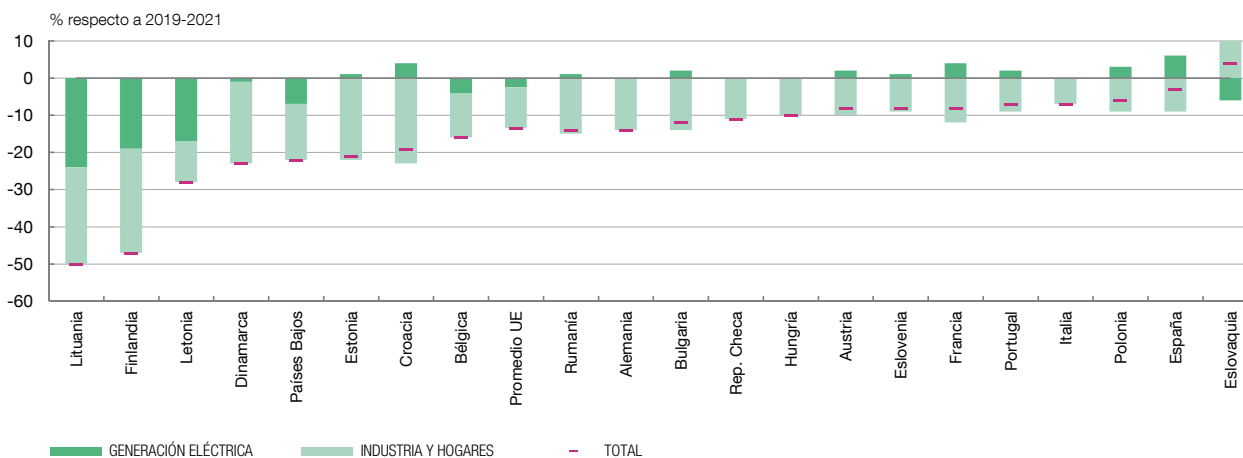
29 Los datos mostrados en este capítulo acerca de la reducción del consumo de gas natural se refieren al cambio en 2022 respecto al promedio 2019-2021. En cambio, el objetivo voluntario de reducción del consumo del gas natural de la UE se define en términos del cambio entre el 1 de agosto de 2022 y el 31 de marzo de 2023 respecto a la media de los últimos cinco años. Según datos de Enagás, teniendo en cuenta este marco temporal, la reducción es del 11 %. En todo caso, estos objetivos, según el [Reglamento \(UE\) 2023/706 del Consejo, de 30 de marzo de 2023](#), deben tener en cuenta circunstancias excepcionales en el mercado eléctrico de un país vecino, como las ocurridas en el caso de la generación nuclear e hidroeléctrica, que signifiquen un aumento de las exportaciones. Esto permitiría limitar la reducción voluntaria del consumo por el volumen de gas correspondiente a las exportaciones adicionales.

30 Enagás (2023a, 2023b).

## EL AJUSTE TRAS LA INVASIÓN RUSA DE UCRAINA

La invasión rusa de Ucrania ha determinado una notable reducción en el consumo europeo de gas.

CONSUMO DE GAS NATURAL EN 2022 RESPECTO A LA MEDIA 2019-2021 Y CONTRIBUCIONES SECTORIALES (a)



FUENTE: Bruegel.

a Cambio en el consumo medio anual desglosado por generación eléctrica y hogares y empresas. Para aquellos países con datos no disponibles, se muestran los cambios hasta noviembre (Lituania y Eslovaquia). Se muestra el promedio de la UE como promedio de los 21 países con datos disponibles.



España<sup>31</sup>. Este último desarrollo se debió, en gran medida, a las caídas que experimentaron, en 2022, la generación eléctrica nuclear —del 14 % respecto a la media de 2019-2021, principalmente por los problemas detectados en los reactores franceses— y la hidroeléctrica —del 15 %, condicionada por la sequía que afectó a buena parte de Europa el año pasado—. Esto exigió una mayor generación eléctrica con gas, fenómeno que fue especialmente evidente en España, asociado al aumento de las exportaciones a Francia y Portugal y al funcionamiento del mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico<sup>32</sup>.

**En cualquier caso, aún es pronto para valorar en qué medida esta elevada capacidad de las economías europeas para ajustar a corto plazo su demanda de energía y para reconfigurar sus fuentes de suministro puede consolidarse en un futuro.** En este sentido, cabe resaltar que, a pesar de que la crisis energética actual ha acelerado el proceso de transición ecológica de la UE, reducir las elevadas dependencias energéticas externas identificadas en el epígrafe 2.2 aún exigirá muchos años —por ejemplo, para incrementar suficientemente la capacidad de generación de energía con fuentes renovables— y supondrá considerables desafíos —para más detalles, véase el epígrafe 4—.

31 De acuerdo con las estimaciones del think tank de Bruegel.

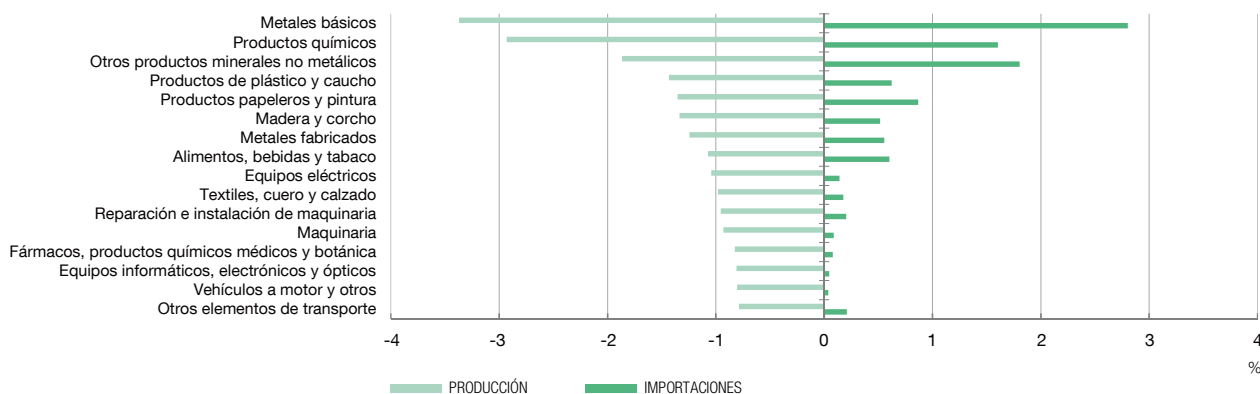
32 Véanse, por ejemplo, García y Pacce (2023) e Hidalgo-Pérez, Mateo-Escobar, Collado Van-Baumberghen y Galindo (2022).

Gráfico 4.6

**POSIBLES EFECTOS DE UN AUMENTO SOSTENIDO DE LOS COSTES ENERGÉTICOS EN LA UE**

El aumento del precio de las materias primas energéticas supone un importante aumento de los costes industriales en la UE, especialmente de aquellos sectores más intensivos en el uso de energía.

VARIACIÓN DE LA PRODUCCIÓN Y SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES EN LA UE ANTE UN SHOCK ENERGÉTICO (a)



FUENTE: Banco de España.

a Se considera un aumento permanente de los costes energéticos de la UE de un 30 % con respecto a los del resto del mundo. Las simulaciones se implementan en un modelo sectorial de equilibrio general que incorpora sustitución imperfecta entre los factores de producción (incluyendo la energía).



**Así, por ejemplo, determinados factores coyunturales que han favorecido estos ajustes podrían revertirse en los próximos trimestres.** Entre estos factores coyunturales destaca que el invierno pasado fue menos frío de lo habitual en Europa, lo que facilitó una caída de la demanda de gas, especialmente intensa en aquellos países que habitualmente registran menores temperaturas en esta época del año. También es reseñable la reducción —en un 20 %— de las importaciones de GNL de China durante 2022 como consecuencia de la aplicación de la política de «COVID cero» en este país, que limitó el dinamismo de su actividad económica y permitió a la UE expandir sus alternativas de suministro de gas. Si estos factores revirtieran a corto plazo —China ya abandonó su política de «COVID cero» a finales del año pasado— y se materializaran ciertos escenarios adversos, no se pueden descartar nuevos tensionamientos en los precios del gas natural en Europa ni la posibilidad de que se produzcan episodios de desabastecimiento de este combustible en algunos países de la UE durante el próximo invierno<sup>33</sup>.

**Además, algunos de estos ajustes han respondido a desarrollos que, de consolidarse, podrían tener un considerable impacto adverso sobre los niveles de actividad económica de la UE en el futuro.** Durante la crisis energética actual, los precios de la energía han aumentado de forma mucho más acusada en la UE que en la mayoría de las principales economías mundiales. Si estas dinámicas se consolidaran, previsiblemente, el consumo de energía en la UE seguiría reduciéndose, pero sería a costa de una pérdida significativa, y

33 Alonso, López, Santabárbara y Suárez-Varela (2022).

posiblemente estructural, en su tejido industrial. En efecto, ejercicios de simulación del Banco de España<sup>34</sup> ponen de manifiesto que, si el aumento de los costes energéticos en la UE con respecto a los del resto del mundo que se ha observado en la crisis energética actual persistiera, se produciría un descenso apreciable de la producción industrial europea, que se sustituiría por importaciones, especialmente en los sectores productores de insumos intermedios, como la metalurgia, los productos químicos, los papeleros y los plásticos (véase gráfico 4.6).

### 3.2 La exposición y el ajuste de los hogares españoles a la crisis energética

**El impacto de la crisis energética sobre los hogares españoles está condicionado por diversos factores.** Entre dichos factores destacan la exposición inicial de las familias a los bienes energéticos que se han encarecido, su capacidad para reducir el consumo de estos y el efecto de las medidas desplegadas por las autoridades. Como se pondrá de manifiesto en el resto de esta sección, en todas estas dimensiones se aprecia una notable heterogeneidad entre distintos tipos de hogares.

**La exposición *ex ante* de las familias españolas al encarecimiento de la energía es especialmente acusada entre los hogares de rentas más bajas.** A lo largo de los últimos trimestres, varios trabajos del Banco de España han puesto de manifiesto esta considerable asimetría en la exposición inicial de los hogares de nuestro país a la crisis energética. Así, por ejemplo, [García-Miralles \(2023\)](#) documenta, a partir de los patrones de gasto de los hogares recogidos en la Encuesta de Presupuestos Familiares, que las familias de menor renta dedican una mayor proporción de su gasto total al consumo de electricidad y de alimentos<sup>35</sup>. Por su parte, el gas natural es consumido de manera relativamente homogénea por los hogares, independientemente de sus niveles de renta, mientras que el peso del gasto en carburantes es mayor para las familias de renta más alta. Como resultado de estos distintos patrones de consumo y del diferente grado de encarecimiento que han sufrido todos estos bienes a lo largo de los últimos trimestres, se estima que, durante dicho período, los hogares de menor renta habrían experimentado una tasa de inflación sensiblemente mayor que la que habrían observado las familias con un nivel de renta superior.

**Esta heterogeneidad se aprecia asimismo en términos de los hogares que presentan un gasto energético desproporcionado.** El Observatorio Europeo contra la Pobreza Energética (EPOV, por sus siglas en inglés) define los hogares con un gasto energético desproporcionado como aquellos en los que su gasto en suministros energéticos, en relación con sus ingresos, supera el doble de la mediana nacional<sup>36</sup>. El análisis de los datos de la

34 Se utiliza un modelo sectorial de equilibrio general que incorpora sustitución imperfecta entre los factores de producción —incluida la energía— y un nivel de capital endógeno. Para más detalles, véase [Quintana \(2022\)](#).

35 Véanse [Basso, Dimakou y Pidkuyko \(2023\)](#) y el gráfico 3.16 de [Banco de España \(2022a\)](#).

36 Esta medida es uno de los cuatro indicadores oficiales para caracterizar las situaciones de pobreza energética según el EPOV. Los tres restantes son la pobreza energética escondida —esto es, el porcentaje de hogares cuyo gasto energético absoluto es inferior a la mitad de la mediana nacional—, la incapacidad para mantener la vivienda a una temperatura adecuada y el retraso en el pago de las facturas. Véase [Energy Poverty Advisory Hub](#) (Comisión Europea).

Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España apunta a que, a finales de 2020, 2,8 millones de hogares españoles se encontraban en dicha situación<sup>37</sup>. Esto supone un 15 % de las familias en nuestro país, un porcentaje relativamente reducido en comparación con el de otros países de nuestro entorno —por ejemplo, un 20 % en Francia y un 17 % en Italia y Alemania—. En términos más desagregados, se observa que los hogares españoles que presentan un gasto energético desproporcionado se encuentran, fundamentalmente, en el 30 % inferior de la distribución de la renta (véase gráfico 4.7.1). Además, estos hogares dedican una mayor proporción de su renta a bienes de primera necesidad, un concepto que incluye alimentos, suministros y pagos relacionados con la vivienda principal (véase gráfico 4.7.2).

**En cuanto a la capacidad de los hogares de nuestro país para adaptar su demanda energética a corto plazo, esta ha sido relativamente limitada, tanto históricamente como en la coyuntura actual.** En efecto, las estimaciones de la sensibilidad de la demanda de energía a los precios sugieren que la demanda de este tipo de productos es bastante inelástica en nuestro país. En particular, a partir de datos históricos, se puede cifrar la elasticidad precio de la demanda a corto plazo en España en el  $-0,20$  para el diésel y la electricidad, y en el  $-0,24$  para el gas natural<sup>38</sup>. No obstante, con datos más recientes, relativos a la crisis energética actual, [Lacuesta, López Rodríguez y Matea \(2022\)](#) encuentran que el consumo de electricidad y de carburantes en España se redujo en el primer semestre de 2022 incluso en menor cuantía de lo que apuntarían las elasticidades precio históricas estimadas en trabajos anteriores. Esta circunstancia podría estar motivada por diversos factores; por ejemplo, podría ser consecuencia de la expectativa por parte de los hogares de que los incrementos de los precios serían relativamente temporales, de las medidas compensatorias que han introducido las autoridades y de la disponibilidad de una importante bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia que ha permitido suavizar el impacto del aumento de los precios sobre el consumo. En cualquier caso, probablemente, la capacidad de las familias españolas para adaptar su demanda energética podría ser diferente para distintos tipos de hogares —en particular, en función de su renta—<sup>39</sup>.

**Por último, algunas decisiones adoptadas por las autoridades también han condicionado el impacto de la crisis energética sobre los hogares españoles en los últimos trimestres.** En este sentido, aunque se ha documentado que las familias de rentas más bajas estaban, *ex ante*, más expuestas que el resto de los hogares al encarecimiento de la energía, distintas medidas aprobadas por las autoridades habrían mitigado, al menos parcialmente, ese mayor impacto adverso inicial<sup>40</sup>. Entre dichas actuaciones destacan, por ejemplo, los aumentos —de diversas cuantías— aprobados en 2022 para el salario mínimo interprofesional, las pensiones de jubilación contributivas y no contributivas, las prestaciones de incapacidad permanente y el ingreso mínimo vital. Medidas, todas ellas, que tienen una mayor incidencia relativa en el colectivo de hogares con menor nivel de renta. Entre otras:

37 En la EFF se aproxima el gasto energético como el total del gasto en electricidad, agua, gas, servicios telefónicos e Internet.

38 [Labandeira, Labeaga y López \(2016\)](#).

39 [Cahana, Fabra, Reguant y Wang \(2022\)](#) explican algunos de los canales a través de los cuales esto podría suceder.

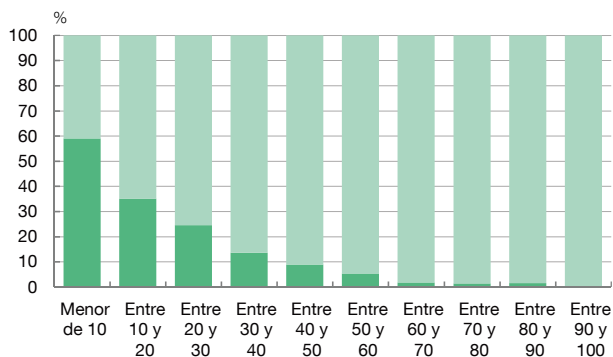
40 Para más detalle acerca de las medidas tomadas en España en apoyo a hogares y empresas en respuesta a la crisis energética, véase el recuadro 1.2 de este Informe.

Gráfico 4.7

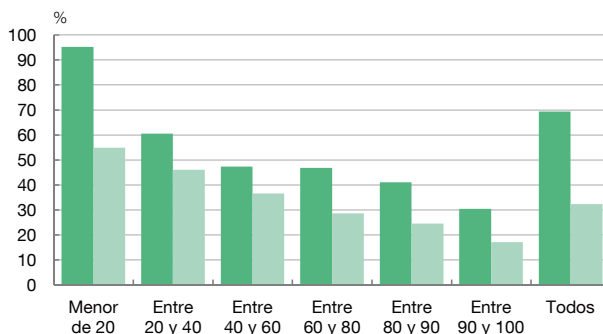
**HOGARES CON GASTO ENERGÉTICO DESPROPORCIONADO**

Los hogares con gasto energético desproporcionado se sitúan en su mayoría en las tres decilas inferiores de la distribución de la renta y dedican una mayor proporción de su renta al gasto en bienes de primera necesidad.

1 HOGARES CON GASTO ENERGÉTICO DESPROPORCIONADO EN LA DISTRIBUCIÓN DE LA RENTA



2 PROPORCIÓN MEDIANA DE LA RENTA DEDICADA A GASTOS DE PRIMERA NECESIDAD, POR GRUPO DE RENTA



■ HOGARES CON GASTO ENERGÉTICO DESPROPORCIONADO ■ RESTO DE LOS HOGARES

FUENTE: Banco de España, a partir de la Encuesta Financiera de la Familias 2020.



**La decisión de rebajar el IVA de los alimentos, de la electricidad y del gas, y la bonificación a los carburantes.** Como se expone en [García-Miralles \(2023\)](#), el coste presupuestario total de estas medidas —durante su período de vigencia— se situaría en torno a los 9,6 mm de euros. En cuanto a su impacto distributivo, este trabajo encuentra que, mientras que las rebajas del IVA de la electricidad, del gas y de los alimentos habrían supuesto ahorros fiscales relativos a su gasto total mayores en los hogares de renta baja, la bonificación a los carburantes habría supuesto ahorros relativos mayores para los hogares de renta alta. En todo caso, una transferencia de 860 euros focalizada en las familias más vulnerables —en particular, en aquellas situadas en las tres primeras decilas de la distribución de la renta— hubiera permitido lograr niveles de protección similares a los alcanzados con dichas medidas, pero con un menor coste presupuestario y evitando distorsiones en las señales de precios.

**La ayuda de 200 euros destinada a los hogares con bajo nivel de renta y riqueza aprobada a finales del año pasado**<sup>41</sup>. Las estimaciones realizadas con la EFF apuntan a que dicha medida podría beneficiar aproximadamente a 3,6 millones de hogares españoles, de los que un tercio presentarían un gasto energético desproporcionado (véase gráfico 4.8.1). En este sentido, [Meyer y Sullivan \(2003\)](#) proponen, de cara a mejorar el diseño de las políticas públicas, complementar la información de la renta con la del gasto de los hogares más pobres. La razón es que, para este colectivo, las medidas de gasto tienden a reflejar mejor su bienestar que las de renta. En cualquier caso, se estima que, por decilas de renta, podrían acceder a

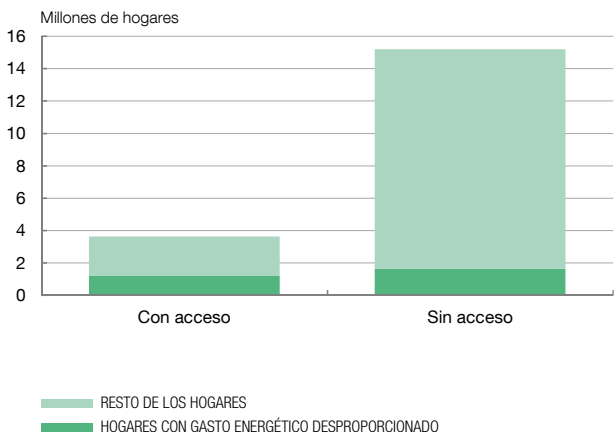
41 Real Decreto-ley 20/2022, de 27 de diciembre.

Gráfico 4.8

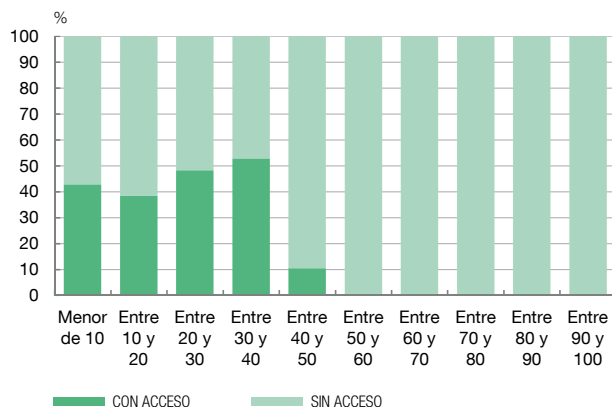
**ACCESO A LA AYUDA DE 200 EUROS**

En torno a 3,6 millones de hogares pueden beneficiarse de la ayuda de 200 euros para aliviar los efectos de la crisis energética, si bien entre estos alrededor de 1,2 millones presentan gasto energético desproporcionado. La práctica totalidad de los hogares que pueden percibir esta ayuda tienen rentas en el 40 % inferior de la distribución de la renta.

1 HOGARES CON GASTO DESPROPORCIONADO Y ACCESO A LA AYUDA DE 200 EUROS



2 ACCESO A LA AYUDA DE 200 EUROS, POR DECILA DE RENTA



FUENTE: Banco de España, a partir de la Encuesta Financiera de las Familias 2020.



esta ayuda en torno a la mitad de los hogares situados en el 40 % inferior de la distribución de la renta (véase gráfico 4.8.2).

**3.3 La sensibilidad y la adaptación de las empresas españolas a la crisis**

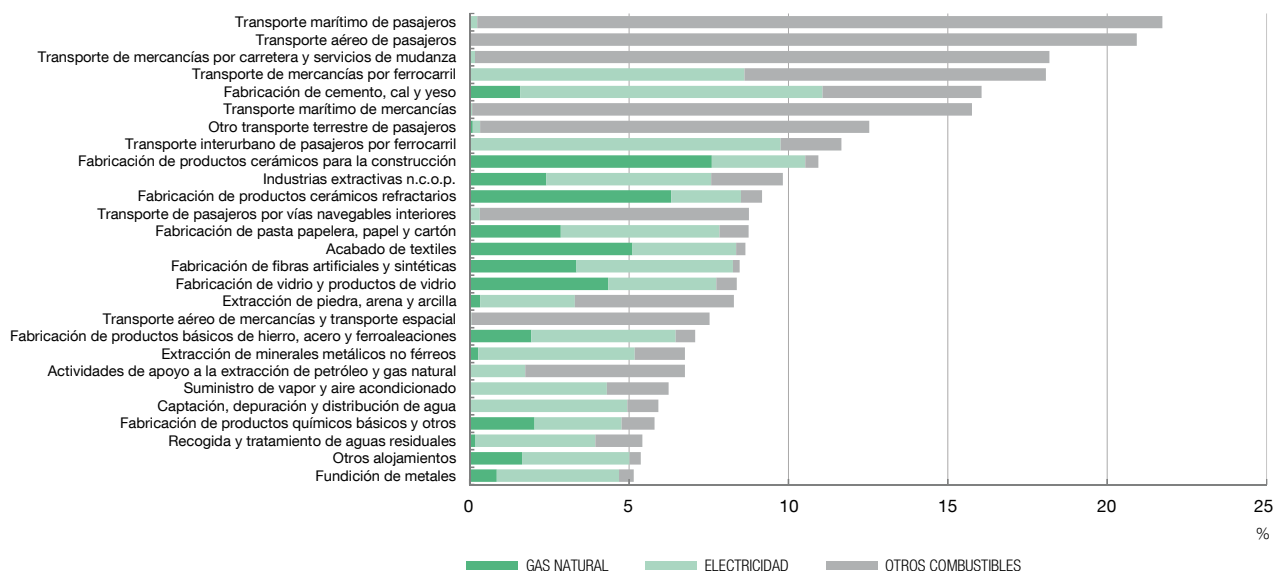
**En España, el gasto energético de las empresas es muy heterogéneo, tanto por sector de actividad como por tamaño empresarial<sup>42</sup>.** En concreto, de acuerdo con la Estadística Estructural de Empresas del Instituto Nacional de Estadística, en 2019 el transporte de pasajeros y el de mercancías eran las ramas de actividad españolas con un mayor gasto energético en proporción a su cifra de negocio (véase gráfico 4.9.1). En estas ramas, el consumo energético se concentraba, fundamentalmente, en otros combustibles distintos del gas natural. Por su parte, dentro de la industria, los sectores más intensivos en energía eran los de fabricación de cemento, cal y yeso —con el segundo gasto en electricidad más importante de entre todas las ramas de actividad—, de productos cerámicos para la construcción y de productos cerámicos refractarios —estas dos últimas ramas con las ratios de gasto en gas natural más elevadas—. Por otro lado, en los sectores intensivos energéticamente, las empresas tendían a mostrar un menor gasto energético como proporción de su cifra de negocio cuanto mayor era su tamaño (véase gráfico 4.9.2).

42 Para un mayor detalle sobre esta heterogeneidad, véase [Matea y Muñoz-Julve \(2022\)](#).

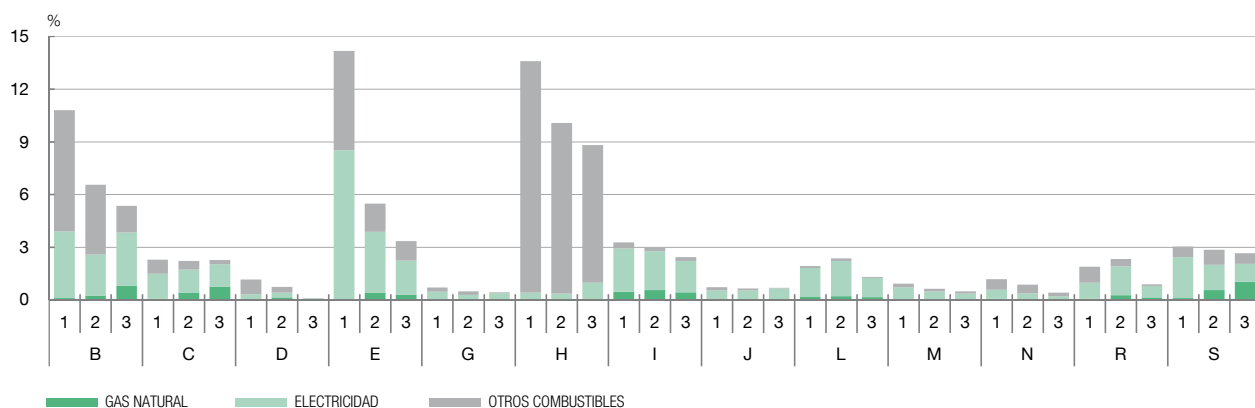
**GASTO ENERGÉTICO EN 2019, POR TIPO DE PRODUCTO, SECTOR, RAMA DE ACTIVIDAD Y TAMAÑO**

El gasto energético del transporte se concentra en otros combustibles, distintos del gas natural, mientras que el resto de los sectores son más dependientes de la electricidad. Esta estructura por sectores esconde una gran heterogeneidad por ramas de actividad. Dentro de una misma rama no se aprecian diferencias sustanciales por tamaño empresarial, si bien estas son importantes en las ramas intensivas energéticamente.

1 RATIO DE GASTO ENERGÉTICO SOBRE CIFRA DE NEGOCIO DE LAS RAMAS A TRES DÍGITOS MÁS INTENSIVAS ENERGÉTICAMENTE, POR PRODUCTO (a)



2 RATIO DE GASTO ENERGÉTICO SOBRE CIFRA DE NEGOCIO DE LAS RAMAS A UN DÍGITO, POR PRODUCTO Y TAMAÑO (b)



FUENTE: Banco de España, a partir de la Estadística Estructural de Empresas 2019 (Instituto Nacional de Estadística).

- a Ramas a tres dígitos con una ratio de gasto energético sobre cifra de negocio superior al 5 %. La rama «Fabricación de productos químicos básicos y otros» corresponde a «Fabricación de productos químicos básicos, compuestos nitrogenados, fertilizantes, plásticos y caucho sintético en formas primarias».
- b Los números 1, 2 y 3 representan las empresas de 0 a 9 ocupados, de 10 a 49 ocupados y de 50 o más ocupados, respectivamente. Las letras se corresponden con: «B»: industrias extractivas; «C»: industria manufacturera; «D»: suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado; «E»: suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación; «G»: comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos de motor y motocicletas; «H»: transporte y almacenamiento; «I»: hostelería; «J»: información y comunicaciones; «L»: actividades inmobiliarias; «M»: actividades profesionales, científicas y técnicas; «N»: actividades administrativas y servicios auxiliares; «R»: actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento, y «S»: otros servicios.



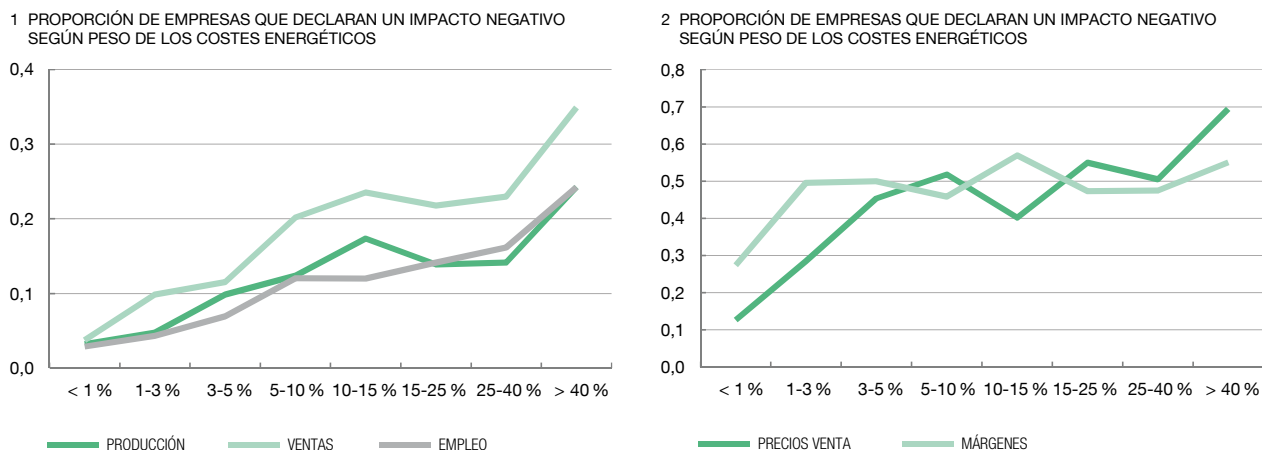
DESCARGAR

**Estas diferencias en la intensidad energética habrían condicionado de forma decisiva el impacto de la crisis sobre los distintos sectores y empresas de la economía española**



**IMPACTO DE LA CRISIS ENERGÉTICA**

El impacto de la crisis energética se observó, fundamentalmente, sobre las variables de precios y márgenes, mientras que las variables reales, como la producción y el empleo, se vieron afectadas en menos del 10 % de las empresas. No obstante, el impacto sobre estas variables muestra un perfil creciente en el peso de los costes energéticos, de forma que, en aquellas con mayor proporción de costes energéticos, el impacto negativo sobre su actividad ha sido muy significativo.



FUENTE: Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial, módulo sobre el impacto de la crisis energética.



**y su reacción a esta**<sup>43</sup>. En 2022, el aumento medio de los costes energéticos para las empresas españolas fue algo superior al 30 %, aunque este incremento fue significativamente mayor, en términos generales, para las empresas de las ramas industriales y para aquellas cuya fuente principal de energía era el gas. Por otra parte, el porcentaje de empresas que declararon un impacto negativo de este aumento de los costes energéticos sobre distintas variables reales fue relativamente reducido —del 10 % en el caso de la producción, del 15 % en el de las ventas y del 9 % en el del empleo—, pero significativamente mayor cuando el impacto se refería a algunas variables nominales relevantes. En particular, casi un 40 % de las empresas señalaron que el aumento de los costes energéticos provocó un incremento de sus precios de venta, mientras que un 46 % de ellas apuntaron a una caída en sus márgenes de beneficios<sup>44</sup>. Todo ello, de nuevo, con una notable heterogeneidad en función de la intensidad energética de cada empresa (véase gráfico 4.10).

**Para intentar reducir su gasto energético, las empresas trataron, principalmente, de renegociar sus contratos de suministro —el 46 % de las empresas encuestadas— y de aumentar su eficiencia energética —el 40 % del total—.** En menor medida, pero también de forma muy significativa, casi el 30 % de las empresas declararon haber realizado inversiones en energías renovables, mientras que un 7 % adicional indicaron que tienen previsto acometer este tipo de inversiones a lo largo de 2023. En general, la implementación

43 Véase Izquierdo (2023), de próxima publicación, para un análisis más detallado de los resultados obtenidos en el módulo específico sobre estas cuestiones de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) elaborado en febrero de 2023. Los últimos resultados de esta encuesta pueden consultarse en Fernández Cerezo e Izquierdo (2023).

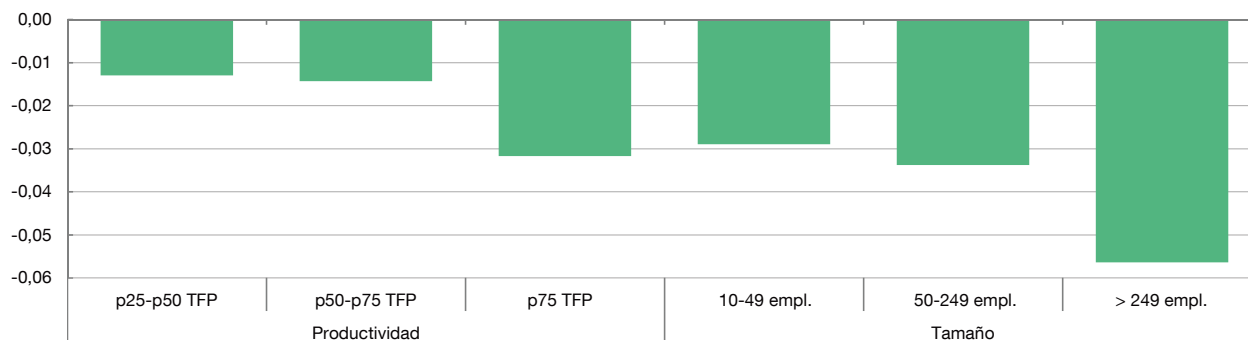
44 En línea con los resultados publicados el 20 de abril por el INE en relación con un [Módulo de Opinión sobre la Energía del Indicador de Confianza Empresarial \(ICE\)](#).

Gráfico 4.11

**IMPACTO DEL SHOCK ENERGÉTICO SEGÚN LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS AFECTADAS**

Las empresas menos productivas y aquellas de menor tamaño redujeron su producción con mayor probabilidad ante el aumento de sus costes energéticos.

CAMBIO EN LA PROBABILIDAD DE UN IMPACTO NEGATIVO DEL SHOCK ENERGÉTICO SOBRE LA PRODUCCIÓN (a)



FUENTE: Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial, módulo sobre el impacto de la crisis energética.

a Sobre la probabilidad estimada para una empresa en el percentil 25 de productividad de su rama de actividad y de menos de 10 trabajadores. Para esta referencia, la probabilidad estimada de que el *shock* energético haya llevado a un impacto negativo sobre la producción es de 0,116. En la regresión se controla por el sector de actividad, la intensidad energética de la empresa, el aumento de los costes energéticos, la fuente principal de energía y la ratio de endeudamiento.



de este conjunto de iniciativas paliativas fue más frecuente en las empresas que sufrieron un mayor incremento de sus costes energéticos, en las de mayor tamaño y en aquellas cuya fuente de energía principal era el gas. Por otro lado, el recurso por parte de las empresas a distintas alternativas con un impacto directo sobre la producción, como las paradas temporales, la sustitución de producción por *inputs* importados o la sustitución de proveedores nacionales por extranjeros, fue relativamente menos frecuente. En particular, solo adoptaron este tipo de medidas un 5 %, un 4 % y un 5 % de las empresas encuestadas, respectivamente, típicamente aquellas que presentaban una mayor intensidad energética.

**En términos generales, las empresas de menor tamaño y menos productivas mostraron una mayor vulnerabilidad ante el aumento de los costes energéticos<sup>45</sup>.** En efecto, un análisis sobre la probabilidad de que las empresas encuestadas declararan un impacto negativo sobre su producción pone de manifiesto que —aun después de controlar por su intensidad energética y por la magnitud del incremento de los costes energéticos que experimentaron— las empresas de menor tamaño y aquellas con un menor nivel de productividad sufrieron, con mayor probabilidad, un impacto negativo sobre su nivel de producción en 2022 (véase gráfico 4.11). Además, el impacto sobre los precios de venta fue superior en las empresas más pequeñas y en aquellas con un mayor nivel de endeudamiento, lo que sería coherente con el hecho de que las empresas con una peor situación financiera hayan trasladado, con una mayor probabilidad, los aumentos de costes energéticos a sus precios de venta.

<sup>45</sup> Análisis realizado uniendo las respuestas del módulo energético de la EBAE de febrero de 2023 con la información disponible en la Central de Balances Integrada del Banco de España.

## 4 Los retos que plantea la transición energética

**A pesar de la notable capacidad de adaptación que las economías europeas han mostrado a lo largo de los últimos trimestres, mitigar las vulnerabilidades estructurales que se han identificado en la configuración energética de la UE exigirá, en los próximos años, afrontar con decisión múltiples retos de un enorme calado.** En gran medida, corregir dichas vulnerabilidades resulta coherente con avanzar —incluso, quizá, más rápido de lo inicialmente previsto— en la transición ecológica de la UE hacia una economía neutra en carbono. Algunas de las bases sobre las que debería apoyarse este proceso de transformación ya se han establecido. Entre estas destacan, por ejemplo, las distintas iniciativas englobadas en el contexto del Pacto Verde Europeo y los programas NGEU y *REPowerEU*<sup>46</sup>. En cualquier caso, y a pesar de estas iniciativas, alcanzar los compromisos asumidos —muy ambiciosos— sigue suponiendo un desafío de una extraordinaria envergadura<sup>47</sup>.

**Dada la magnitud de los retos que implica la transformación energética de la UE, todas las políticas y todos los agentes económicos deberían contribuir muy activamente al avance de dicho proceso.** En este sentido, el [capítulo 4 del Informe Anual 2021 del Banco de España](#) expone en detalle qué papel deberían desempeñar —en el ámbito de sus competencias— los Gobiernos nacionales, los bancos centrales y el conjunto del sistema financiero —entre otros actores clave— para impulsar la transición ecológica. De manera complementaria a dicho análisis, en el resto de esta sección se profundiza en dos aspectos concretos: los retos y las oportunidades que implica (acelerar) el despliegue de las energías renovables y algunos desafíos que la transformación energética de la UE supone en términos de financiación y de las políticas públicas, especialmente a escala supranacional europea.

### 4.1 Retos y oportunidades del impulso a las energías renovables

**La reducción de la dependencia energética exterior de la UE y la transición ecológica exigirán, en las próximas décadas, el despliegue masivo de fuentes de energía renovables —que presentan unos mayores niveles de producción nacional—, así como mejoras adicionales en materia de eficiencia energética.** Como ilustración, el gráfico 4.12 muestra la transformación de la demanda de energía que se produciría en la UE al final de esta década si se llevase a cabo un impulso de las energías renovables compatible con los escenarios de transición ecológica contemplados por la Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero (NGFS, por sus siglas en inglés). En

46 Para un mayor detalle sobre estas iniciativas, véanse [Banco de España \(2022b\)](#), [Dormido, Garrido, L'Hotellerie-Fallois y Santillán \(2022\)](#) y [L'Hotellerie-Fallois, Manrique y Marín \(2023\)](#).

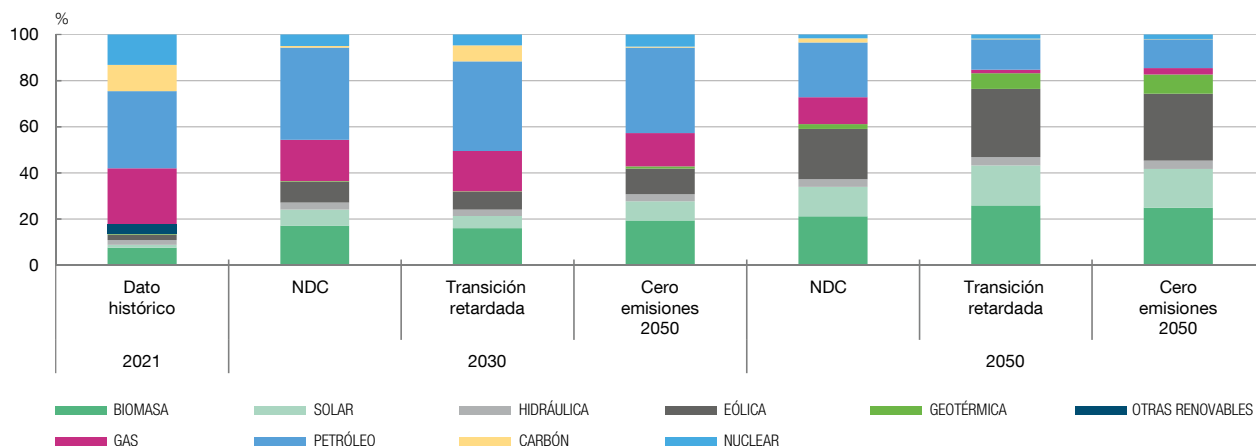
47 En efecto, diversas instituciones internacionales señalan que la inversión requerida para alcanzar la neutralidad climática, tanto a escala global como europea, debería doblarse desde sus niveles actuales —por ejemplo, [Agencia Internacional de la Energía \(2021a\)](#) e [IRENA \(2021\)](#)—. En este sentido, los instrumentos europeos aprobados actualmente cubrirían solo una parte de este estímulo a corto y a medio plazo —véase, por ejemplo, [Lenaerts, Tagliapietra y Wolff \(2022\)](#)—.

Gráfico 4.12

**ESCENARIOS DE TRANSICIÓN ENERGÉTICA DE LA NGFS**

El cambio en los patrones de consumo y de producción energética derivados de la mitigación del cambio climático permitirá una reducción de la dependencia de la UE.

CONSUMO ENERGÉTICO PRIMARIO POR FUENTE EN LA UE (a)  
(ESCENARIOS DE LA NGFS)



**FUENTES:** Eurostat, International Institute for Applied Systems Analysis y Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System.

a Dato histórico sobre la base del consumo disponible bruto según la balanza energética de Eurostat, excluyendo fuentes secundarias de energía. Los tres escenarios representados provienen del modelo REMIND-MAGPIE de la base de datos climática de la IIASA NGFS. «Otras renovables» recoge fuentes renovables adicionales según la clasificación estandarizada (SIEC, por sus siglas en inglés) de Eurostat.



particular, las fuentes de energía renovables, que en 2021 supusieron el 19 % del consumo energético primario total de la UE, tendrían que pasar a representar entre el 32 % y el 43 % de dicho consumo en 2030, en función del grado de ambición climática que se persiga<sup>48</sup>.

**El impulso de las energías renovables podría suponer una gran oportunidad para nuestra economía: España es el segundo país de la UE con mayor potencial de producción de energía eólica terrestre y el primero de energía solar** (véase gráfico 4.13.1). Esto se debe, entre otros factores, a su situación geográfica, a sus condiciones meteorológicas y a la disponibilidad del espacio necesario para las instalaciones. En este sentido, el **Plan Nacional Integrado de Energía y Clima 2021-2030** contempla que, entre 2015 y 2030, la capacidad eólica instalada en nuestro país aumente desde los 23 GW hasta los 50 GW, y que la capacidad fotovoltaica se incremente desde los 5 GW hasta los 40 GW<sup>49</sup>.

**España cuenta, además, con empresas que producen una parte importante de los componentes necesarios para la instalación de tecnologías eólicas y solares.** En

48 Se presentan tres escenarios ilustrativos elaborados por la red NGFS —véase también [Monasterolo, Nieto y Schets \(2023\)](#)—. El escenario de «cero emisiones en 2050», en el que se supone que una aplicación gradual de las políticas de mitigación consigue reducir el calentamiento global a 1,5 °C en 2100 con respecto a los niveles preindustriales. El escenario de «transición retrasada», con el mismo objetivo que el anterior, pero con una aplicación más tardía de las políticas de mitigación. Y el escenario menos ambicioso, «NDC» —de contribuciones determinadas a escala nacional, por sus siglas en inglés—, que refleja la aplicación de los compromisos nacionales actuales en el marco del Acuerdo de París.

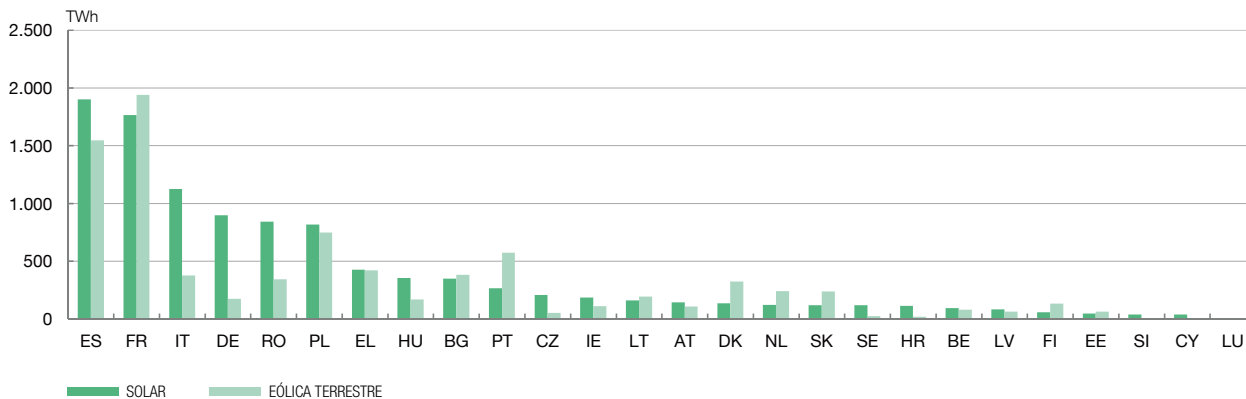
49 A 31 de diciembre de 2022 había una capacidad instalada en España de 30 GW en eólica y 20 GW en fotovoltaica.

Gráfico 4.13

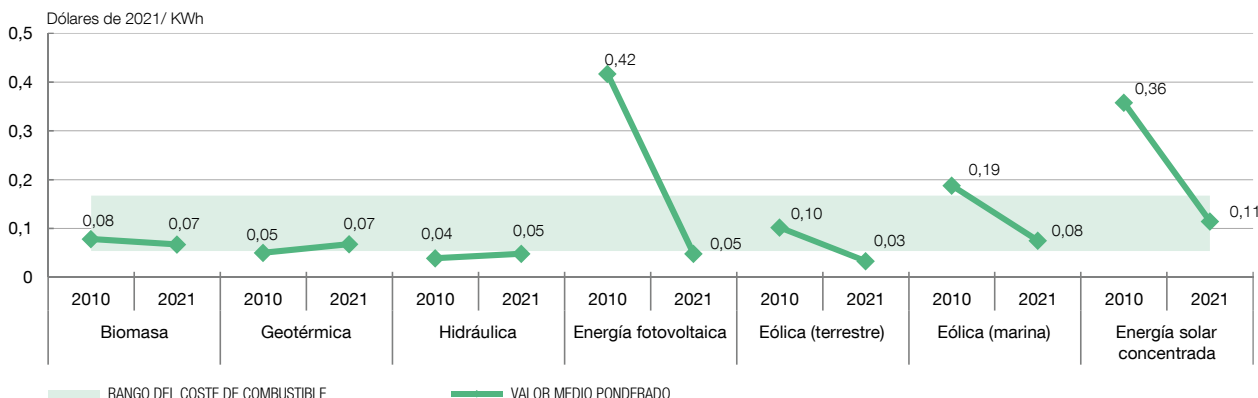
**LA EFICIENCIA DE LAS FUENTES RENOVABLES Y LA SITUACIÓN COMPARATIVA DE ESPAÑA**

El coste de generación de las energías renovables ha caído notablemente en la última década. En esta situación, el potencial de producción energética renovable de la economía española sería muy elevado en comparación europea, debido a sus condiciones geográficas y climatológicas favorables.

1 POTENCIAL DE PRODUCCIÓN DE ENERGÍA RENOVABLE (a)



2 COSTE NIVELADO DE LA ENERGÍA DE LAS TECNOLOGÍAS DE GENERACIÓN DE ENERGÍA RENOVABLE, 2010-2021 (b)



FUENTES: International Renewable Energy Agency y Joint Research Centre (ENSPRESO).

- a La base de datos de ENSPRESO proporciona potenciales técnicos para la energía eólica, la energía solar y la biomasa, basados en escenarios de localización geográfica. En el caso de la energía eólica, la evaluación de los recursos también tiene en cuenta las distancias de separación de las turbinas y la velocidad del viento. En el caso de la energía solar, los potenciales se derivan de los datos de radiación solar y de la superficie disponible para tecnologías solares.
- b El coste nivelado de la energía es la medida del coste medio de generación de la energía de un generador a lo largo de su ciclo de vida. Se usa para para comparar los costes de los diferentes métodos de generación de energía.



particular, en España hay empresas líderes a escala mundial en la producción de aerogeneradores, con unos 500 millones de euros de exportación anual, lo que sitúa a la economía española como la tercera de la UE por volumen de exportación —tras Alemania y Dinamarca—<sup>50</sup>. Asimismo, la industria de producción de seguidores solares en nuestro país también se encuentra entre las líderes a escala mundial. Cabe destacar, no obstante, que España no cuenta con empresas que produzcan paneles fotovoltaicos —que suponen en

50 Eurostat provee información sobre exportaciones de aerogeneradores. En 2021, Alemania exportó 2.084 millones de euros; Dinamarca, 1.620 millones de euros, y España, 500 millones de euros.

torno a un 35 % del coste de una planta fotovoltaica—, que, en su inmensa mayoría, provienen del continente asiático<sup>51</sup>.

**En todo caso, el despliegue de las energías renovables también implicará considerables desafíos, por ejemplo, en materia de desarrollo tecnológico<sup>52</sup>.** En los últimos años, la energía eólica y la solar fotovoltaica han mejorado su competitividad notablemente, de forma que sus costes de generación se sitúan actualmente por debajo de los de las plantas de generación fósil de nueva creación (véase gráfico 4.13.2). No obstante, la consecución de los objetivos de descarbonización asumidos a medio plazo exigirá un mayor desarrollo de tecnologías que actualmente se encuentran en una fase de desarrollo inicial o cuyos costes no resultan aún competitivos<sup>53</sup>. Es el caso, por ejemplo, de tecnologías clave, como las baterías, el hidrógeno verde y los sistemas de captura, utilización y almacenamiento de carbono.

**La transición energética provocará, además, un incremento sustancial de la demanda de algunas materias primas muy específicas.** La CE estima que, en 2030, la demanda de tierras raras —empleadas en la fabricación de turbinas eólicas y de celdas de combustible— y de litio y cobalto —utilizados en la producción de baterías de iones de litio— será más de cinco veces superior a la actual<sup>54</sup>. En el mismo sentido, los escenarios de transición ecológica contemplados por la red NGFS implican que, en 2040, la demanda total de materias primas críticas será hasta siete veces superior a la actual<sup>55</sup>.

**En ausencia de ajustes por el lado de la oferta, esta mayor demanda de determinadas materias primas podría ocasionar tensiones en los precios, conducir a la aparición de cuellos de botella y generar nuevas dependencias externas para la UE.** Muchas de las materias primas que son clave para la transición ecológica se encuentran concentradas en unos pocos países productores: China, República Democrática del Congo y Australia, por lo que respecta a los procesos extractivos, y China en la etapa de refinado<sup>56</sup>. Una mayor demanda por parte de la UE de estos productos podría incrementar, por tanto, su dependencia con respecto a socios comerciales externos, con posibles implicaciones geopolíticas. Para mitigar estos riesgos, la CE anunció un conjunto de actuaciones, dentro del marco de la Autonomía Estratégica Abierta, para aumentar la resiliencia de las economías europeas y reducir las dependencias estratégicas en productos clave. Para ello, en marzo de 2023, la CE propuso la *Critical Raw Materials Act*<sup>57</sup>, con el objetivo de asegurar en las próximas décadas el suministro

51 [UNEF \(2022\)](#).

52 Otro desafío tiene que ver con el hecho de que algunas de las inversiones en energías renovables pueden generar externalidades negativas en los lugares donde se despliegan —por ejemplo, en términos de un daño a la biodiversidad— sin generar grandes beneficios «locales» —por ejemplo, en términos de creación de empleo estable en los municipios afectados—. Mitigar esta asimetría puede requerir algún tipo de política pública compensatoria. Véase [Fabra, Gutiérrez, Lacuesta y Ramos \(2023\)](#).

53 [Agencia Internacional de la Energía \(2023\)](#).

54 [Comisión Europea \(2020\)](#) y [Agencia Internacional de la Energía \(2021b\)](#). Otras materias primas clave en la producción de tecnologías verdes son el níquel, el manganeso y el grafito.

55 [Miller, Dikau, Svartzman y Dees \(2023\)](#).

56 [Agencia Internacional de la Energía \(2021b\)](#).

57 [Comisión Europea \(2023\)](#).

a la UE de materias primas críticas —a través de acuerdos comerciales con algunos de los principales países productores— y, al mismo tiempo, de controlar los procesos de transformación de estos materiales necesarios para su uso industrial.

**La transición hacia una economía más verde y sostenible también podría provocar cambios muy marcados en la demanda laboral.** Según Eurostat, el empleo dedicado a la producción de energía renovable en España se triplicó, prácticamente, entre 2014 y 2021, hasta alcanzar los 52.000 puestos de trabajo. En el mismo período, el empleo total en el sector de bienes y servicios medioambientales aumentó en un 65 %, hasta los 541.000 empleos. A pesar de estos desarrollos, la transición ecológica requerirá, tanto en España como a escala global, muchos más puestos de trabajo de estas características. En este sentido, algunos estudios<sup>58</sup> apuntan a que las oportunidades formativas necesarias para llenar estas nuevas vacantes «verdes» no están creciendo lo suficientemente rápido, lo que podría acabar limitando la velocidad —e, incluso, elevando el coste— del proceso de transformación energética.

**Por último, el impulso a las energías renovables no hace menos necesario el desarrollo de mejores infraestructuras de interconexión energética entre los Estados miembros de la UE.** En particular, sigue siendo fundamental incrementar la integración entre las zonas de producción de energía y las principales áreas de consumo, crear redes energéticas más flexibles e interconectadas entre los diferentes sistemas, mejorar las capacidades locales de producción y almacenamiento de energía, y evitar el aislamiento energético de algunas regiones —como en el caso de la península ibérica—. En este sentido, cabe destacar que, según cálculos de la CE<sup>59</sup>, la finalización de los proyectos de interconexión de infraestructura eléctrica europea actualmente planeados permitiría reducir en un 2,5 % los costes eléctricos mayoristas de manera permanente. También contribuiría a incrementar la seguridad del suministro energético y a mitigar sensiblemente el impacto negativo sobre el conjunto de las economías de la UE que se derivaría de potenciales perturbaciones adversas futuras en materia energética —como la provocada, en los últimos trimestres, por la invasión rusa de Ucrania—.

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

**Para avanzar en la transformación energética de la economía, las políticas públicas han de desempeñar un papel protagonista.** Como se detalla en el [capítulo 4 del Informe Anual 2021 del Banco de España](#), estas políticas deben actuar de manera decidida en múltiples ámbitos. Por ejemplo, a través de la imposición medioambiental, aspecto en el que la economía española, en comparación con las europeas, dispone de un amplio margen de mejora. Esto permitiría que los agentes económicos internalizaran en mayor medida las consecuencias climáticas de sus decisiones. También a través del impulso de la inversión

58 Véase, por ejemplo, [LinkedIn \(2022\)](#).

59 [Comisión Europea \(2022b\)](#).

pública y de la innovación, instrumentos fundamentales para acelerar el desarrollo de nuevas tecnologías verdes y que, en la coyuntura actual, pueden beneficiarse de algunos de los programas europeos ya establecidos —como el NGEU y el *REPowerEU*—<sup>60</sup>. En cualquier caso, en todo este proceso es indispensable que las políticas públicas traten de aportar certidumbre y un marco operativo estable a los agentes económicos, tengan en cuenta el considerable impacto asimétrico que la transición ecológica implica sobre diversos tipos de hogares, empresas y sectores, y persigan una evaluación continua de las distintas actuaciones desplegadas (véase esquema 4.1).

**Estas actuaciones adquieren una especial relevancia a escala europea.** Tanto la pandemia de COVID-19 como la guerra en Ucrania han demostrado la importancia de que, dentro de la UE, se responda de forma conjunta a los riesgos y las amenazas que son comunes a todos los Estados miembros —por más que, en ocasiones, estos puedan tener una incidencia desigual entre países—. En este sentido, en el marco de la respuesta europea conjunta que ya se está produciendo a la crisis energética actual, es imprescindible que se sigan reforzando algunos aspectos clave.

**Es fundamental que la respuesta de las políticas europeas a la crisis actual sea ágil, aporte certidumbre y evite que la transición ecológica acabe redundando en una pérdida estructural de competitividad para las economías europeas.** En esta dirección apuntaría, por ejemplo, el Plan Industrial del Pacto Verde recientemente presentado por la CE, que persigue mejorar la competitividad de la industria europea y que, entre uno de sus pilares, contempla la creación de un marco regulador más sencillo, rápido y predecible<sup>61</sup>. En cualquier caso, evitar una pérdida de competitividad de la UE frente al resto del mundo durante el proceso de transición ecológica no será tarea fácil. En particular, en un contexto en el que, al mismo tiempo, algunas de las principales economías mundiales ya han empezado a invertir masivamente en innovación ecológica —como, por ejemplo, Estados Unidos, desde la aprobación del *Inflation Reduction Act*—, mientras que otras muestran una ambición climática relativamente reducida, lo que también les puede conferir una cierta ventaja competitiva a corto plazo.

**Para reducir el riesgo de deslocalización de la industria europea se están planteando múltiples iniciativas —de naturaleza muy diversa—, pero habrá que esperar a su formulación definitiva y valorar diligentemente su capacidad para alcanzar, de manera eficiente, los objetivos propuestos.** Entre este amplio abanico de iniciativas se encuentran, además de algunas de las ya mencionadas, la revisión del sistema de comercio de emisiones, la creación de un mecanismo de ajuste en frontera por emisiones de carbono y la intención de reformar el diseño del mercado de la electricidad europeo. En términos generales, en conjunto, se trataría de que el coste de la energía —que recientemente ha aumentado más en la UE que

60 Dentro del programa NGEU, una parte de los fondos asociados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) debe destinarse a actividades de I+D+i verde. En el caso español, este porcentaje alcanza el 8 % del total de los fondos disponibles —ligeramente por encima del requerido por las autoridades europeas— e incluye iniciativas como el PERTE de energías renovables, hidrógeno renovable y almacenamiento.

61 [Plan Industrial del Pacto Verde, Comisión Europea.](#)



**EL PAPEL DE DISTINTOS ACTORES CLAVE ANTE LA TRANSICIÓN ECOLÓGICA (a)**

 <b>GOBIERNOS</b>	 <b>SECTOR FINANCIERO</b>	 <b>BANCOS CENTRALES</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Incrementar la imposición medioambiental y reforzar la inversión pública.</li> <li>– Desplegar medidas compensatorias para mitigar efectos adversos sobre los colectivos más vulnerables.</li> <li>– Avanzar en la regulación de la actividad económica con la fijación de estándares medioambientales y de mejora de la eficiencia energética.</li> <li>– Aportar certidumbre y un marco operativo estable a los agentes económicos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Canalizar de forma eficiente el enorme volumen de recursos que es necesario invertir para acometer la transición ecológica.</li> <li>– Valorar adecuadamente su exposición y la del resto de los agentes económicos a los distintos riesgos climáticos.</li> <li>– Desarrollar y armonizar nuevos instrumentos financieros.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Incorporar consideraciones climáticas en sus marcos operativos de política monetaria.</li> <li>– Vigilar los riesgos para la estabilidad financiera del cambio climático y la transición ecológica.</li> <li>– Avanzar en la regulación y en la supervisión prudencial de los riesgos climáticos.</li> </ul>

FUENTE: Banco de España.

a El papel protagonista de las políticas públicas de los Gobiernos en la transición ecológica se discute con detalle en el epígrafe 4 del capítulo 4 del *Informe Anual 2021* del Banco de España. El epígrafe 5 de ese mismo capítulo aborda los distintos aspectos del importante papel del sistema financiero, y el 6, el papel de los bancos centrales, en el ámbito de sus mandatos.

en el resto de las principales economías mundiales— no se termine convirtiendo en una desventaja competitiva estructural para las empresas europeas.

**Asimismo, es indispensable que las políticas europeas contribuyan a preservar un terreno de juego equilibrado dentro de la UE.** Aunque, como ya se ha mencionado a lo largo de este capítulo, una parte muy relevante de la respuesta a la crisis energética se ha coordinado a escala europea —como en el caso de las compras conjuntas de gas y de las reducciones del consumo— y ha tenido un componente supranacional, desde un punto de vista presupuestario, a partir del estallido de la crisis las actuaciones públicas han sido primordialmente nacionales. Esto se ha puesto de manifiesto en la heterogeneidad de las medidas adoptadas, tanto en su diseño como en su alcance y coste. En este sentido, la existencia de márgenes de maniobra presupuestarios muy diferentes entre países, en un contexto de relajación de la aplicación de la normativa de ayudas de Estado, podría distorsionar el funcionamiento del mercado único europeo e introducir dinámicas económicas divergentes entre los Estados miembros.

**Entre otras actuaciones, esto requerirá avances más decididos en la financiación común de los bienes públicos a escala europea.** Así como la coordinación internacional en materia de regulación es imprescindible para afrontar la transición ecológica, también lo es la utilización de instrumentos de coordinación y financiación de inversión conjunta. Estos

instrumentos facilitan la creación de sinergias, mejoran la eficiencia y ayudan a los países a afrontar la brecha de inversión existente en nuevas tecnologías. Algunos de estos mecanismos, como el NGEU y el *REPowerEU*, ya se han constituido. No obstante, el volumen de inversiones que será necesario en los próximos años para afrontar los desafíos asociados a la transformación energética va mucho más allá de las cantidades contempladas en dichos programas y de las posibilidades nacionales de muchas economías europeas<sup>62</sup>. Todo ello aconseja, entre otras actuaciones, avanzar en el desarrollo de una capacidad fiscal permanente a escala europea que financie este tipo de inversiones —en la línea de la propuesta de la CE de un Fondo para la Soberanía Europea<sup>63</sup>—, que acabarán convirtiéndose en bienes públicos europeos (véase el capítulo 2 de este Informe para un mayor detalle acerca de los retos pendientes en la configuración del marco institucional europeo).

**En todo caso, sin la participación activa del sistema financiero no será posible canalizar, de forma eficiente, el cuantioso volumen de recursos que se requiere para abordar la transición ecológica.** En este sentido, es fundamental que —en el ámbito de sus competencias— las entidades financieras, los bancos centrales y las autoridades públicas sigan colaborando y avanzando de manera decidida en el desarrollo de las finanzas sostenibles a escala global (véanse esquema 4.1 y, para un mayor detalle, el [capítulo 4 del Informe Anual 2021 del Banco de España](#)). En el contexto europeo, estas iniciativas deben complementarse con un mayor impulso de los mercados de capitales —completando los pasos pendientes de la unión de los mercados de capitales en la UE—, de forma que se facilite el acceso a la financiación por parte de las empresas innovadoras. En este sentido, un mayor desarrollo de los mercados de capital riesgo favorecería el crecimiento de empresas de iniciativa privada con capacidad para situarse cerca de la frontera tecnológica. En algunas ocasiones, dicho desarrollo puede partir de la colaboración público-privada, siguiendo el ejemplo del *EIC Accelerator*, que combina la concesión de ayudas directas con el acceso a fondos de capital riesgo.

62 El MRR, instrumento central del NGEU, aspira a ejecutar 724 mm de euros en proyectos de inversión y reformas estructurales que impulsen principalmente la transición ecológica y digital. Hasta 2026, estos fondos cubrirían en torno al 25 % de las necesidades de inversión anuales de la UE en el escenario más ambicioso (cero emisiones en 2050).

63 [Conclusiones de la Reunión extraordinaria del Consejo Europeo \(9 de febrero de 2023\)](#).

## BIBLIOGRAFÍA

- Agencia Internacional de la Energía. (2021a). *Net Zero by 2050. A Roadmap for the Global Energy Sector*. <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050>
- Agencia Internacional de la Energía. (2021b). “The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions”. *World Energy Outlook Special Report*. <https://www.iea.org/reports/the-role-of-critical-minerals-in-clean-energy-transitions>
- Agencia Internacional de la Energía. (2023). “Energy Technology Perspectives 2023”. ETP-2023. <https://www.iea.org/reports/energy-technology-perspectives-2023>
- Alonso Álvarez, Irma, Lucía López, Daniel Santabárbara García y Marta Suárez-Varela. (2022). “Recuadro 2. Evolución de los inventarios de gas natural en 2022 y 2023 en las economías de la Unión Europea bajo dos escenarios hipotéticos”. En “Informe trimestral de la economía española”. En *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2022. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/24970>
- Bailey, Michael, Anton Strezhnev y Erik Voeten. (2017). “Estimating dynamic state preferences from United Nations voting data”. *Journal of Conflict Resolution*, 61(2), pp. 430-456. <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0022002715595700>
- Balteanu, Irina, y Francesca Viani. (2023). *La dependencia energética de la Unión Europea y de España*. Banco de España. De próxima publicación.
- Banco de España. (2022a). “Capítulo 3. El repunte global de la inflación”. *Informe Anual 2021*. [https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/21/Fich/InfAnual\\_2021\\_Cap3.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/21/Fich/InfAnual_2021_Cap3.pdf)
- Banco de España. (2022b). “Capítulo 4. La economía española ante el reto climático”. *Informe Anual 2021*. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21108>
- Basso, Henrique S., Ourania Dimakou y Myroslav Pidkuyko. (2023). “How inflation varies across Spanish households”. Documentos Ocasionales, 2307, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29792>
- Cahana, M., N. Fabra, M. Reguant y J. Wang. (2022). *The Distributional Impacts of Real-Time Pricing*. Northwest University. [https://mreguant.github.io/papers/Distributional\\_Impacts\\_of\\_Real\\_Time\\_Pricing.pdf](https://mreguant.github.io/papers/Distributional_Impacts_of_Real_Time_Pricing.pdf)
- Checherita-Westphal, C., y E. Dorrucci. (2023). “Recuadro. Actualización de las respuestas de política fiscal de la zona del euro a la crisis energética y a la elevada inflación”. *Boletín Económico - BCE*, 2/2023. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2023/Fich/bebce2302-2.pdf>
- Comisión Europea. “Energy Poverty Advisory Huxb”. [https://energy-poverty.ec.europa.eu/observing-energy-poverty\\_en](https://energy-poverty.ec.europa.eu/observing-energy-poverty_en)
- Comisión Europea. (2020). *Critical Raw Materials for Strategic Technologies and Sectors in the EU. A Foresight Study*. [https://rmis.jrc.ec.europa.eu/uploads/CRMs\\_for\\_Strategic\\_Technologies\\_and\\_Sectors\\_in\\_the\\_EU\\_2020.pdf](https://rmis.jrc.ec.europa.eu/uploads/CRMs_for_Strategic_Technologies_and_Sectors_in_the_EU_2020.pdf)
- Comisión Europea. (2021). “Strategic dependencies and capacities”. Commission Staff Working Document, SWD/2021/352. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=SWD:2021:352:FIN>
- Comisión Europea. (2022a). *Sanctions adopted following Russia’s military aggression against Ukraine. Frequently asked questions on sanctions adopted following Russia’s military aggression against Ukraine*. [https://finance.ec.europa.eu/eu-and-world/sanctions-restrictive-measures/sanctions-adopted-following-russias-military-aggression-against-ukraine\\_en](https://finance.ec.europa.eu/eu-and-world/sanctions-restrictive-measures/sanctions-adopted-following-russias-military-aggression-against-ukraine_en)
- Comisión Europea. (2022b). *Achievements of the European energy infrastructure policy*. [https://energy.ec.europa.eu/system/files/2022-12/Infrastructure\\_factsheet\\_COVER.pdf](https://energy.ec.europa.eu/system/files/2022-12/Infrastructure_factsheet_COVER.pdf)
- Comisión Europea. (2023). *Critical Raw Materials: Ensuring secure and sustainable supply chains for EU’s green and digital future*. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_23\\_1661](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_1661)
- Dormido, Leonor, Isabel Garrido, Pilar L’Hotellerie-Fallois y Javier Santillán. (2022). “El cambio climático y la sostenibilidad del crecimiento: iniciativas internacionales y políticas europeas”. Documentos Ocasionales, 2213, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/22528>
- Enagás. (2023a). “Progreso mensual de la demanda de gas”. Diciembre-2022. [https://www.enagas.es/content/dam/enagas/es/ficheros/gestion-tecnica-sistema/energy-data/publicaciones/demanda-de-gas/demanda-mensual/Progreso\\_diciembre22.pdf](https://www.enagas.es/content/dam/enagas/es/ficheros/gestion-tecnica-sistema/energy-data/publicaciones/demanda-de-gas/demanda-mensual/Progreso_diciembre22.pdf)

- Enagás. (2023b). “Índice Grandes Consumidores Gas (IGIG)”. Diciembre-2022. <https://www.enagas.es/content/dam/enagas/es/ficheros/gestion-tecnica-sistema/energy-data/publicaciones/demanda-de-gas/informe-demanda-industrial/IGIG%20diciembre%2022.pdf>
- Fabra, Natalia, Eduardo Gutiérrez, Aitor Lacuesta y Roberto Ramos. (2023). “Do renewables create local Jobs?”. Documentos de Trabajo, 2307, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29475>
- Fernández Cerezo, Alejandro, y Mario Izquierdo. (2023). “Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2023”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 21. <https://doi.org/10.53479/29809>
- García, Fernando, y Matías Pacce. (2023). *El sector eléctrico español ante el alza del precio del gas y las medidas públicas en respuesta a este*. Banco de España. De próxima publicación.
- García-Miralles, Esteban. (2023). “Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 15. <https://doi.org/10.53479/29651>
- Hidalgo-Pérez, Manuel, Ramón Mateo-Escobar, Natalia Collado Van-Baumberghen y Jorge Galindo. (2022). “Estimando el efecto del tope al precio del gas”. *Esade EcPol* #31. <https://www.esade.edu/ecpol/es/publicaciones/estimando-el-efecto-del-tope-al-precio-del-gas/>
- Ioannou, Demosthenes, y Javier J. Pérez. (2023). “The EU’s Open Strategic Autonomy from a central banking perspective. Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment”. Documentos Ocasionales, 311, Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op311~5065ff588c.en.pdf?c4795375918edb5dbf36c5d37920399>
- IRENA. (2021). *World Energy Transitions Outlook: 1.5°C Pathway*. International Renewable Energy Agency. <https://www.irena.org/publications/2021/Jun/World-Energy-Transitions-Outlook>
- Izquierdo, Mario. (2023). “La reacción de las empresas españolas ante el aumento de los costes energéticos”. *Boletín Económico - Banco de España*. De próxima publicación.
- Labandeira, Xavier, José María Labeaga y Xiral López. (2016). “Un metaanálisis sobre la elasticidad precio de la demanda de energía en España y la Unión Europea”. *Papeles de Energía - Fundación de las Cajas de Ahorro*, 2, pp. 65-93. <https://www.funcas.es/articulos/un-metaanalis-sobre-la-elasticidad-precio-de-la-demanda-de-energia-en-espana-y-la-union-europea/>
- Lacuesta, Aitor, David López Rodríguez y María de los Llanos Matea. (2022). “Recuadro 5. Un análisis preliminar de la sensibilidad del consumo de energía en España al aumento de su precio”. En “Informe trimestral de la economía española”. En *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23333>
- Lenaerts, Klaas, Simone Tagliapietra, Guntram B. Wolff. (2022). “Europe’s Green Investment Requirements and the Role of Next Generation EU”. En Floriana Cerniglia y Francesco Saraceno (eds.), *Greening Europe: 2022 European Public Investment Outlook*. Open Book Publishers. <https://doi.org/10.11647/OBP.0328>
- L’Hotellerie-Fallois, Pilar, Marta Manrique y Paloma Marín. (2023). *La transición verde de la UE en un nuevo escenario geopolítico*. Banco de España. De próxima publicación.
- LinkedIn. (2022). “Global Green Skills Report 2022”. LinkedIn Economic Graph. <https://economicgraph.linkedin.com/content/dam/me/economicgraph/en-us/global-green-skills-report/global-green-skills-report-pdf/li-green-economy-report-2022-annex.pdf>
- López Prol, Javier, y Karl W. Steininger. (2017). “Photovoltaic self-consumption regulation in Spain: Profitability analysis and alternative regulation schemes”. *Energy Policy*, 108. <https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0301421517303750?token=1A584E462EF081DDB23BB8332DEC7B4FA2FBBEC962D6345D80393D2CD73778C0A6BCA6ACC66B281098753B9AAD151254&originRegion=eu-west-1&originCreation=20230330075452>
- Matea, María de los Llanos, y Alejandro Muñoz-Julve. (2022). “El gasto energético de las empresas españolas industriales y de servicios”. *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2022, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/24875>
- Matea Rosa, María de los Llanos, Félix Martínez Casares y Samuel Vázquez Martínez. (2021). “El coste de la electricidad para las empresas españolas”. *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2021, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/15434>
- Meyer, Bruce D., y James X. Sullivan. (2003). “Measuring the Well-Being of the Poor Using Income and Consumption”. *Journal of Human Resources*, 38, pp. 1180-1220. <https://doi.org/10.2307/3558985>

- Miller, Hugh, Simon Dikau, Romain Svartzman y Stéphane Dees. (2023). "The Stumbling Block in 'the Race of our Lives': Transition-Critical Materials, Financial Risks and the NGFS Climate Scenarios". Documentos de Trabajo, 907, Banco de Francia. <https://publications.banque-france.fr/en/stumbling-block-race-our-lives-transition-critical-materials-financial-risks-and-ngfs-climate>
- Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico. (2020). *Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC) 2021-2030*. [https://www.miteco.gob.es/es/ministerio/planes-estrategias/plan-nacional-integrado-energia-clima/plannacionalintegradodeenergiayclima2021-2030\\_tcm30-546623.pdf](https://www.miteco.gob.es/es/ministerio/planes-estrategias/plan-nacional-integrado-energia-clima/plannacionalintegradodeenergiayclima2021-2030_tcm30-546623.pdf)
- Mir-Artigues, Pere, Pablo del Río y Emilio Cerdá. (2018). "The impact of regulation on demand-side generation. The case of Spain". *Energy Policy*, 121. <https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0301421518303008?token=C52BDC174CE666AD95161338560F8BCC463D3CFBD2FAEDFC12F6C120098AE2F6D7984216C3CFD96840DEB0FDC7361DB1&originRegion=eu-west-1&originCreation=20230330103204>
- Monasterolo, Irene, María J. Nieto y Edo Schets. (2023). "The good, the bad and the hot house world: conceptual underpinnings of the NGFS scenarios and suggestions for improvement". Documentos Ocasionales, 2302, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29533>
- Pacce, Matías, e Isabel Sánchez. (2022). "Recuadro 4. El impacto sobre la inflación del mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico". En "Informe trimestral de la economía española". En *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2022. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/21570/1/be2202-it-Rec4.pdf>
- Pacce, Matías, Isabel Sánchez y Marta Suárez-Varela. (2021). "El papel del coste de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub> y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España". Documentos Ocasionales, 2120, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/17351/1/do2120.pdf>
- Quintana, Javier. (2022). "Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea". *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2022, Artículos Analíticos. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/22/T2/Fich/be2202-art12.pdf>
- Serrano-Puente, Darío. (2021). "Are we moving towards an energy-efficient low-carbon economy? An input-output LMDI decomposition of CO<sub>2</sub> emissions for Spain and the EU28". Documentos de Trabajo, 2104, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/14611/4/dt2104e.pdf>
- UNEF. (2022). "Energía solar: apuesta segura para la recuperación económica". *Informe Anual UNEF 2022*. <https://www.undef.es/es/recursos-informes?idMultimediaCategoria=18>
- Von der Leyen, Ursula. (2022). *State of the Union Address 2022*. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/ov/speech\\_22\\_5493](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/ov/speech_22_5493)

**LA EVOLUCIÓN DE LA INTENSIDAD ENERGÉTICA Y DE LA INTENSIDAD DE CARBONO EN ESPAÑA Y EN EUROPA**

La evolución de la intensidad energética y de la intensidad de carbono en una economía es un elemento fundamental para entender el comportamiento de las emisiones de CO<sub>2</sub> en dicha economía y para valorar su capacidad para reducir esas emisiones con el menor impacto posible sobre el nivel de actividad económica. En efecto, la llamada «identidad de Kaya»<sup>1</sup> pone de relieve la relación que existe entre todas estas variables:

como la cantidad de energía que la economía consume por unidad de PIB. Una reducción de esta variable puede interpretarse, por tanto, como una mejora en el nivel agregado de eficiencia energética de la economía. Por otra parte, la cantidad de emisiones de CO<sub>2</sub> por unidad de energía consumida, que disminuye, por ejemplo, cuando se producen avances en la descarbonización de los procesos de generación de energía.

$$\text{CO}_2 = \text{Población} \times \underbrace{\frac{\text{PIB}}{\text{Población}}}_{\text{Actividad económica}} \times \underbrace{\frac{\text{Energía}}{\text{PIB}}}_{\text{Intensidad energética}} \times \underbrace{\frac{\text{CO}_2}{\text{Energía}}}_{\text{CO}_2 \text{ por unidad de energía}}$$

$$\frac{\text{CO}_2}{\text{PIB}} \longrightarrow \text{Intensidad de carbono}$$

De acuerdo con esta identidad, el volumen de emisiones de CO<sub>2</sub> de una economía puede descomponerse en varios factores: la población, el nivel de actividad —en particular, el nivel del PIB per cápita— y la intensidad de carbono, que se define como la cantidad de CO<sub>2</sub> que la economía emite por cada unidad de *output* producido.

Como se refleja en el gráfico 1, entre 1991 y 2020 las emisiones de CO<sub>2</sub> se incrementaron a escala global, fundamentalmente como consecuencia del desarrollo de las economías emergentes —como, por ejemplo, China e India—. En cambio, las emisiones disminuyeron en Estados Unidos, Europa y España. En estas economías, el proceso de reducción de las emisiones fue compatible con el crecimiento económico y estuvo impulsado por un descenso de la intensidad de carbono. A este contribuyeron —prácticamente a partes iguales en el caso de la economía española— tanto una mejora de la eficiencia energética como una caída de las emisiones de CO<sub>2</sub> por unidad de energía consumida.

Históricamente, los dos primeros factores recogidos en la identidad de Kaya —la población y el nivel de actividad— han sido los principales determinantes de la evolución de las emisiones de gases de efecto invernadero en la economía —esto es, cuanto más grande es esta, mayores emisiones—. Sin embargo, en las últimas décadas algunas economías —principalmente desarrolladas— han conseguido desligar paulatinamente su crecimiento económico de las emisiones de CO<sub>2</sub> —un fenómeno que se conoce como «desacoplamiento»— a través de reducciones en su intensidad de carbono.

Para comprender mejor estas dinámicas, el gráfico 2 presenta, a escala sectorial, la evolución de la intensidad de carbono y de sus dos componentes principales para España y para el agregado de las cuatro principales economías de la Unión Económica y Monetaria durante el período 2000-2020<sup>2</sup>. Como se puede apreciar en el gráfico a lo largo de esas décadas todos los sectores considerados redujeron su intensidad de carbono. No obstante, la magnitud y la composición de dicha caída fueron muy diferentes en cada uno de ellos.

En este sentido, este recuadro analiza la evolución de la intensidad de carbono en España y en Europa a lo largo de las últimas décadas. Para ello, resulta útil descomponer esta variable en dos nuevos elementos. Por una parte, la intensidad energética, que se define

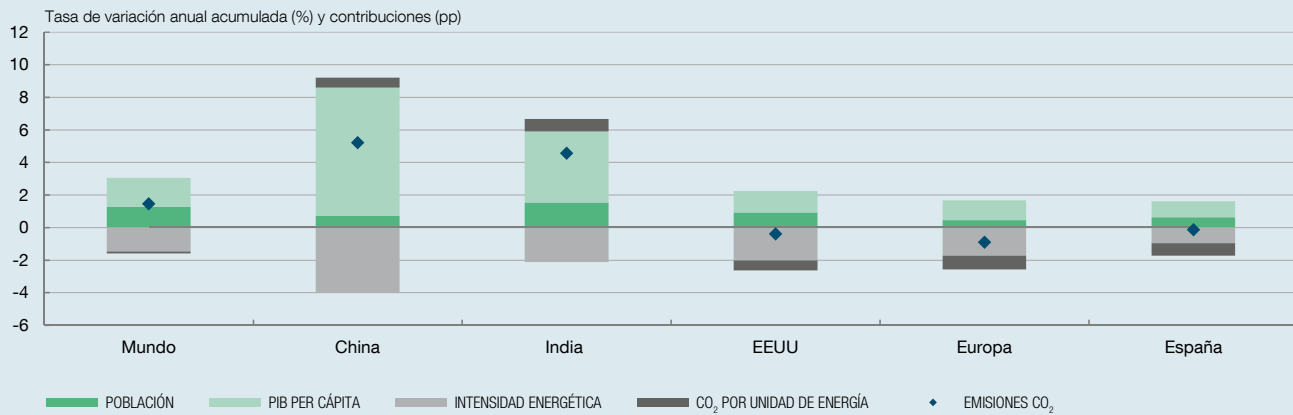
1 Y. Kaya y K. Yokoburi. (1997). *Environment, energy, and economy: strategies for sustainability*. United Nations Univ. Press.

2 Para estos países solo se dispone de datos con este nivel de desagregación sectorial a partir del año 2000.

**LA EVOLUCIÓN DE LA INTENSIDAD ENERGÉTICA Y DE LA INTENSIDAD DE CARBONO EN ESPAÑA Y EN EUROPA (cont.)**

Gráfico 1  
IDENTIDAD DE KAYA: DETERMINANTES DE LAS EMISIONES DE CO<sub>2</sub> Y EL PAPEL DE LA EFICIENCIA ENERGÉTICA

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LAS EMISIONES DE CO<sub>2</sub>, 1991-2020 (a)

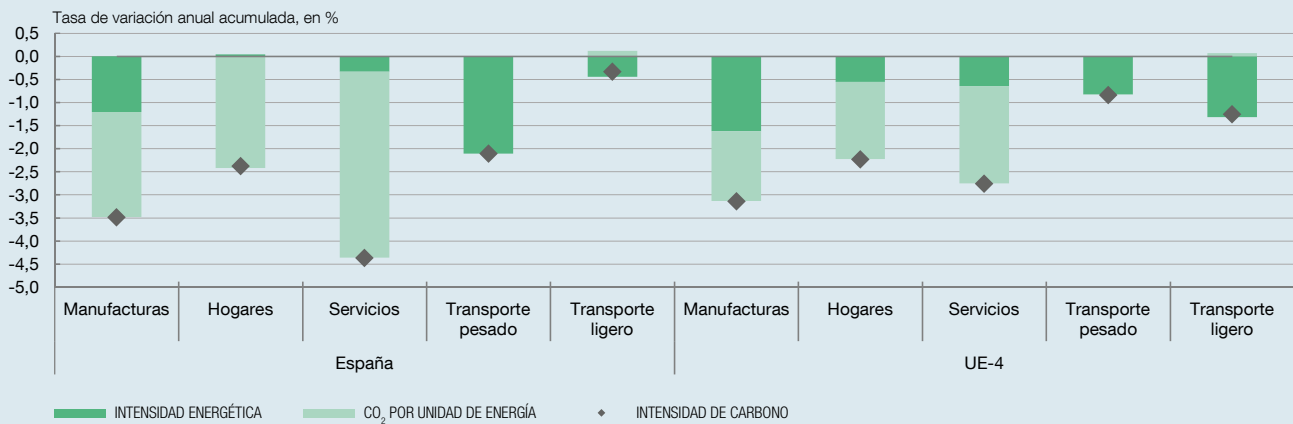


FUENTE: Agencia Internacional de la Energía (Emisiones de gases de efecto invernadero procedentes de la energía, actualización de 2022).

a El agregado Europa hace referencia a aquellos países de la Unión Europea que forman parte de la OCDE.

Gráfico 2  
EVOLUCIÓN SECTORIAL DE LA INTENSIDAD DE CARBONO EN ESPAÑA Y EN LA UE-4, 2000-2020

CO<sub>2</sub> POR UNIDAD DE PIB, 2000-2020 (a)



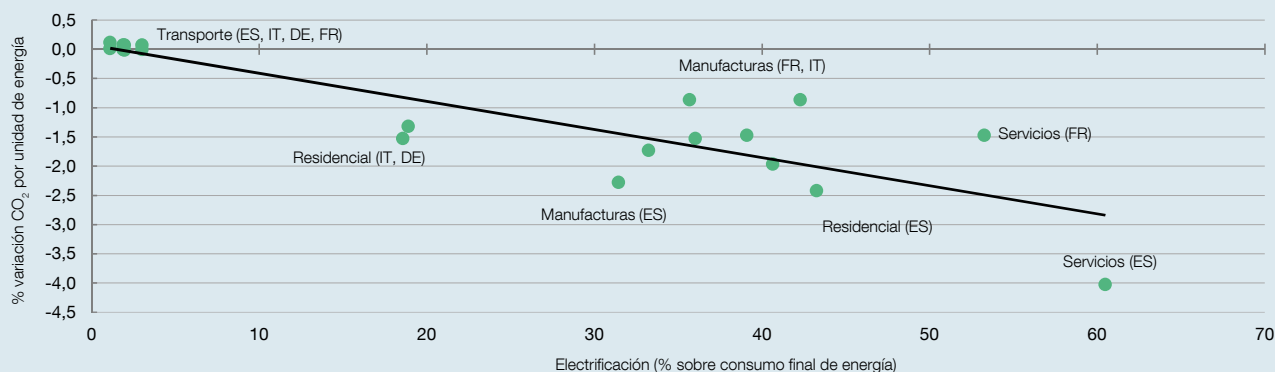
FUENTE: Agencia Internacional de la Energía (Indicadores de Eficiencia Energética, actualización de 2022).

a En Italia, para el sector servicios los datos de intensidad de carbono solo están disponibles hasta el año 2019. El agregado UE-4 está formado por España, Italia, Francia y Alemania, ponderados según su peso sobre el total de emisiones del agregado para el año 2019. El indicador de CO<sub>2</sub> por unidad de energía se basa en datos de consumo final de energía.

LA EVOLUCIÓN DE LA INTENSIDAD ENERGÉTICA Y DE LA INTENSIDAD DE CARBONO EN ESPAÑA Y EN EUROPA (cont.)

Gráfico 3  
GRADO DE ELECTRIFICACIÓN DE LA DEMANDA DE ENERGÍA Y DESCARBONIZACIÓN DEL MIX ENERGÉTICO EN ESPAÑA Y LA UEM-4

CO<sub>2</sub> POR UNIDAD DE ENERGÍA Y GRADO DE ELECTRIFICACIÓN (a)



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía (Indicadores de Eficiencia Energética, actualización de 2022) y Eurostat.

a Se emplean datos de CO<sub>2</sub> emitido por unidad de energía para los sectores residencial, manufacturero, servicios y transporte (distinguiendo en este último entre pesado y ligero) en España, Italia, Alemania y Francia, para el período 2000-2020. Para el grado de electrificación se utiliza información de consumo final de los agentes económicos procedente de las balanzas energéticas de Eurostat para el año 2020.

En concreto, en España destacaron los descensos en la intensidad de carbono de los servicios y de las manufacturas, que estuvieron impulsados, fundamentalmente, por la descarbonización de su mix energético. En cambio, en el sector del transporte la reducción en la intensidad de carbono fue más modesta y resultó, exclusivamente, de las mejoras alcanzadas en términos de eficiencia energética.

Estas divergencias sectoriales parecen guardar relación con la composición de la demanda de energía en cada una de estas ramas de actividad y, en especial, con su grado de electrificación. En efecto, como ilustra el gráfico 3, tanto en España como en los principales países de nuestro entorno, la electrificación del transporte es reducida, lo que habría dificultado la descarbonización de su consumo de energía a lo largo

de las últimas décadas. En cambio, en los sectores residencial y de servicios —y, en menor medida, en las manufacturas—, la mayor penetración de la electricidad en la demanda de energía habría facilitado la descarbonización de su consumo energético durante el período analizado.

En cualquier caso, es importante destacar que, cuando se tienen en cuenta los efectos composición —esto es, cuánto pesa cada sector en la estructura productiva de la economía y cómo ha cambiado dicho peso en los últimos años—, la contribución del transporte a la reducción de la intensidad de carbono en España durante el período analizado es muy significativa, dada la importancia de este sector en el total de las emisiones de CO<sub>2</sub> de nuestro país<sup>3</sup>.

3 En este recuadro se ha puesto el foco en los factores que condicionan la evolución de las emisiones de CO<sub>2</sub>. Un análisis similar, centrado en los determinantes de la evolución del consumo final de energía en España, revela que, a lo largo de las últimas décadas, las mejoras de eficiencia que se han alcanzado a escala sectorial —por ejemplo, en el transporte— y los cambios que se han producido en nuestra estructura productiva han contribuido, prácticamente a partes iguales, a la reducción del consumo energético final en nuestro país.



## ÍNDICE DE IMÁGENES

- Chaflán de Cibeles.  
© Banco de España Portada
- Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España.  
© Banco de España 7
- Vulcano, dios de la industria, el fuego y los metales, con sus atributos habituales, el martillo y el yunque, y una rueda dentada, referencia a la maquinaria moderna. Vidriera del patio de operaciones de la sede de Cibeles (detalle).  
© Banco de España 39
- Alegoría de la Abundancia y la Riqueza, vinculada a la idea de seguridad, permanencia y solvencia lograda a través del progreso. Vidriera del patio de operaciones de la sede de Cibeles (detalle).  
© Banco de España 77
- Representación de Mercurio, dios del ingenio y el comercio, y de las fronteras y los viajeros que las cruzan, con el caduceo con dos serpientes enroscadas. Vidriera del patio de operaciones de la sede de Cibeles (detalle).  
© Banco de España 151
- Fuente de la vida, evocadora de la riqueza, la abundancia y el renacimiento, y origen del agua, cuarto y último elemento de la naturaleza tras los representados en las imágenes anteriores (el fuego, la tierra y el aire). Vidriera del patio de operaciones de la sede de Cibeles (detalle).  
© Banco de España 200

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.), que pueden ser consultados en el Repositorio Institucional, en <https://repositorio.bde.es/>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>.



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

© Banco de España, Madrid, 2023  
ISSN: 1579 - 8615 (edición electrónica)

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	FSE	Fondo Social Europeo
ABE	Autoridad Bancaria Europea	IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	ICO	Instituto de Crédito Oficial
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
BCE	Banco Central Europeo	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
BCN	Bancos Centrales Nacionales	IIC	Instituciones de inversión colectiva
BE	Banco de España	INE	Instituto Nacional de Estadística
BOE	Boletín Oficial del Estado	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPC	Índice de precios de consumo
CBE	Circular del Banco de España	IPI	Índice de producción industrial
CE	Comisión Europea	IPRI	Índice de precios industriales
CCAA	Comunidades Autónomas	IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
CCLL	Corporaciones Locales	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	IVA	Impuesto sobre el valor añadido
CEM	Confederación Española de Mutualidades	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OBS	Obra benéfico-social
CFG	Crisis Financiera Global	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CNE	Contabilidad Nacional de España	OM	Orden ministerial
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DEG	Derechos Especiales de Giro	OSR	Otros sectores residentes
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGT	Dirección General de Tráfico	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PIB	Producto interior bruto
EC	Entidades de crédito	PIBpm	Producto interior bruto a precios de mercado
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PNB	Producto nacional bruto
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	RD	Real decreto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
EPA	Encuesta de Población Activa	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SME	Sistema Monetario Europeo
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	TAE	Tasa anual equivalente
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	TEDR	Tipo efectivo definición restringida
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	UE	Unión Europea
FEP	Fondo Europeo de Pesca	UEM	Unión Económica y Monetaria
FFPP	Fondos de pensiones	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FIM	Fondos de inversión mobiliaria	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FMI	Fondo Monetario Internacional	VNA	Variación neta de activos
FMM	Fondos del mercado monetario	VNP	Variación neta de pasivos

### SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (leva búlgara)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (kuna croata)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forinto húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (esloti polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

### ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T <sub>j</sub> <sup>i</sup>	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m <sub>j</sub>	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese periodo y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.