

# Recuadros

## 1 Evolución de la inflación en la zona del euro y en Estados Unidos

**Gerrit Koester, Eduardo Gonçalves, Ramon Gomez-Salvador, Julia Doleschel, Malin Andersson, Belén González Pardo y Laura Lebastard**

**La inflación ha aumentado de forma acusada en la zona del euro y en Estados Unidos desde principios de 2021.** La inflación general se incrementó antes y con más fuerza en Estados Unidos, pero se ha mantenido en niveles más elevados en la zona del euro desde julio de 2022<sup>1</sup>. En noviembre, la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro se situó en el 10,1 %, tras el 10,6 % registrado en octubre, mientras que el Índice de Precios de Consumo (IPC) de Estados Unidos alcanzó un máximo del 9,1 % en junio y después se moderó algo hasta situarse en el 7,1 % en noviembre.

---

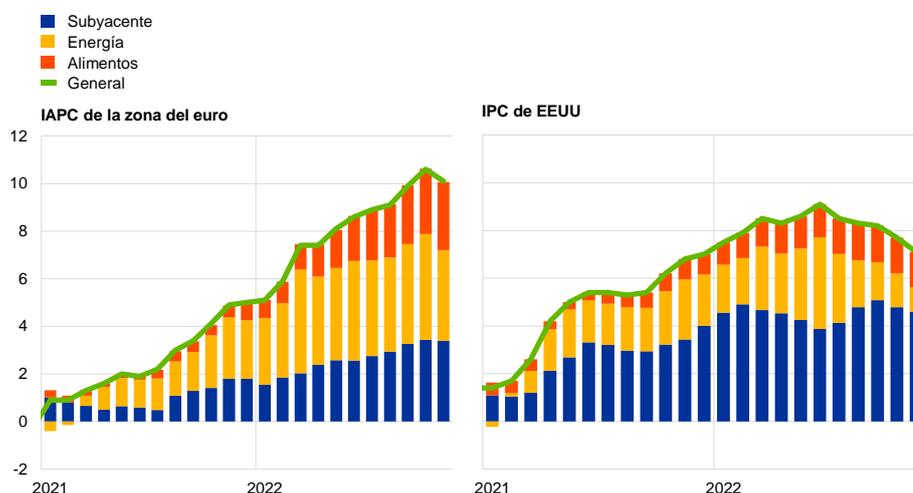
<sup>1</sup> Para más información sobre la evolución anterior de la inflación, véanse el recuadro titulado «Comparación de la evolución reciente de la inflación en Estados Unidos y en la zona del euro» *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021, y el recuadro titulado «Datos actualizados sobre la evolución reciente de la inflación en Estados Unidos y en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

## Gráfico A

### Inflación general y componentes

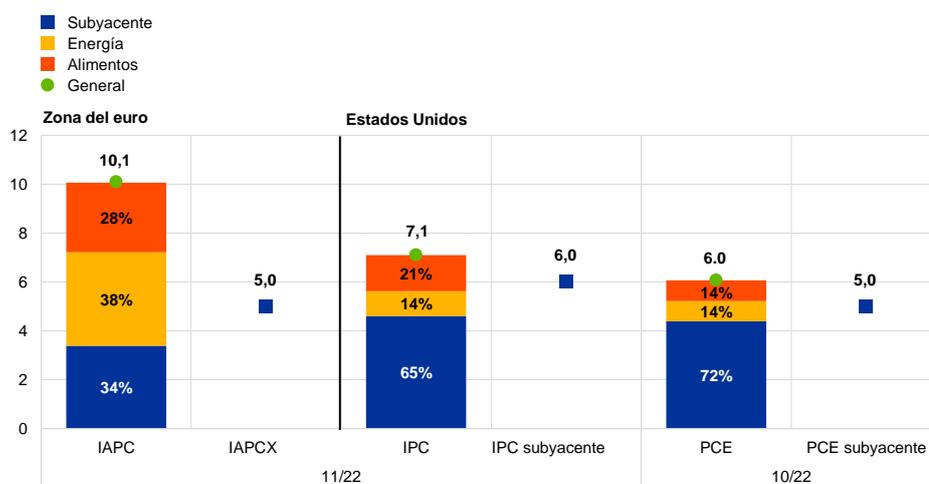
#### a) Evolución de la inflación

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



#### b) Contribución de los principales componentes de la inflación

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos y cálculos del BCE.

Notas: El IAPCX es el IAPC sin energía ni alimentos (es decir, la inflación subyacente) de la zona del euro. El PCE es el índice de precios del gasto en consumo personal de Estados Unidos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre para el IAPC y el IPC, y a octubre para el PCE.

#### El avance de los precios de la energía y los alimentos ha influido de forma importante en la mayor inflación general registrada en la zona del euro. En

noviembre, la tasa de crecimiento de los precios de la energía por sí sola supuso el 38 % de la inflación general de la zona del euro, pero únicamente el 14 % en Estados Unidos. En conjunto, la inflación de la energía y de los alimentos representa alrededor de dos tercios de la inflación general en la zona del euro, comparado con solo en torno a un tercio en Estados Unidos (gráfico A). La mayor tasa de avance de los precios de la energía en la zona del euro se explica fundamentalmente por las subidas mucho más acusadas de los precios del gas natural —debido al importante papel que desempeñaba el gas ruso en la zona del euro antes de la guerra de Rusia

contra Ucrania— y por los efectos arrastre sobre los precios de la electricidad<sup>2</sup>. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 5 % en noviembre en la zona del euro. Este nivel seguía siendo inferior al del IPC de Estados Unidos, sin energía ni alimentos (inflación subyacente), que alcanzó el 6 % en el mismo mes. Sin embargo, el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, continuó estable en un nivel elevado en noviembre, mientras que el IPC, sin energía ni alimentos, de Estados Unidos disminuyó ligeramente.

**La recuperación más fuerte registrada en Estados Unidos basada en el consumo ha sido un factor fundamental que explica las diferencias en la evolución de la inflación subyacente entre las dos economías.** El PIB real de Estados Unidos volvió a su nivel anterior a la pandemia unos dos trimestres antes que el de la zona del euro (gráfico B), principalmente como consecuencia del repunte más vigoroso del consumo privado y de la inversión en el país americano. En concreto, en la zona del euro, el consumo privado de bienes y servicios no ha recuperado hasta hace muy poco el nivel registrado en el cuarto trimestre de 2019, mientras que en Estados Unidos ya había superado su cota prepandemia a principios de 2021. En este país, la mayor fortaleza del gasto en consumo, unida a un alivio más rápido de los cuellos de botella en la oferta, también respaldó el retorno de la inversión privada no residencial a su nivel previo a la pandemia en la primera mitad de 2021. En cambio, en la zona del euro, esta inversión, ajustada por una inversión en activos intangibles especialmente volátil, no sobrepasó su nivel prepandemia hasta finales de 2021.

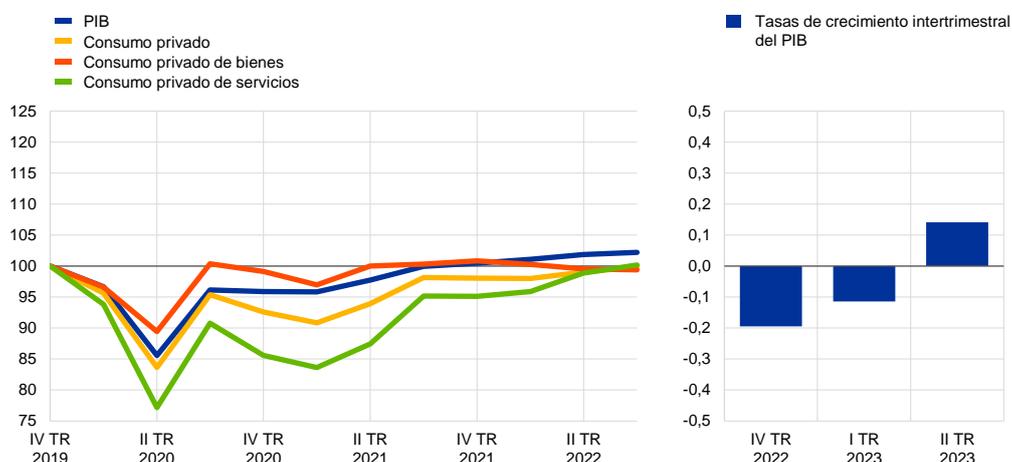
---

<sup>2</sup> Véanse el recuadro titulado «Dependencia del gas natural y riesgos para la actividad de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022, y el recuadro titulado «El impacto de la guerra en Ucrania en los mercados energéticos de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

## Gráfico B PIB real y consumo

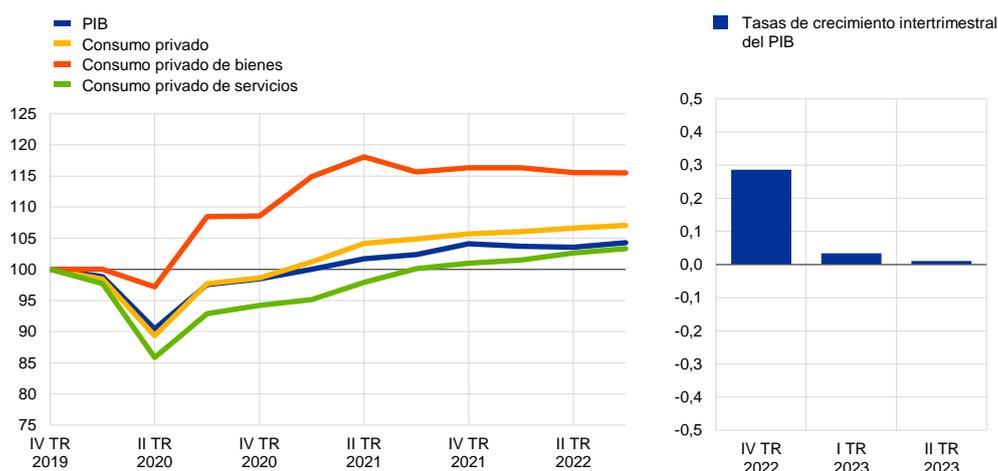
### a) Zona del euro

(IV TR 2019 = 100; tasas de variación intertrimestral)



### b) Estados Unidos

(IV TR 2019 = 100; tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos, base de datos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022 y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones de los paneles de la izquierda corresponden al tercer trimestre de 2022. Los paneles de la derecha muestran el crecimiento proyectado del PIB.

### Hay dos factores que pueden explicar gran parte de las diferencias en el crecimiento del consumo entre las dos economías: el diseño de la política fiscal y la dinámica de la relación real de intercambio.

En primer lugar, la recuperación vigorosa y muy rápida del consumo de bienes en Estados Unidos se vio impulsada por el apoyo general y relativamente elevado a las rentas de los hogares durante la pandemia, que incluyó cheques de estímulo y mayores prestaciones por desempleo<sup>3</sup>. En la zona del euro, el apoyo público estuvo más dirigido a los colectivos más expuestos a la pandemia, bien a través de la

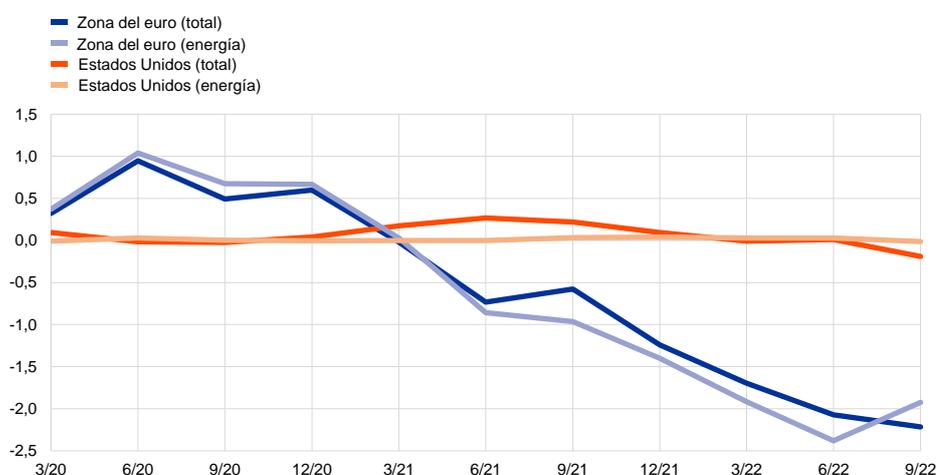
<sup>3</sup> Véanse también el recuadro titulado «Evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos en 2020», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021, y «The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance», OCDE, enero de 2022.

compensación por la pérdida de rentas o a través de los programas de mantenimiento del empleo<sup>4</sup>. En segundo lugar, la subida de los precios de la energía a partir de la primavera de 2021, que se vio agudizada significativamente un año después por la guerra en Ucrania, dio lugar a una perturbación en la relación real de intercambio. Esta perturbación afectó con mucha mayor dureza a la zona del euro que a Estados Unidos, al ser la primera altamente dependiente de las importaciones de gas de Rusia (gráfico C)<sup>5</sup>. Este impacto se intensificó por la evolución de los tipos de cambio, ya que el dólar estadounidense se apreció con fuerza, mientras que el euro se depreció, no solo frente al dólar, sino también en términos efectivos. En la zona del euro, el impacto estimado fue equivalente a una transferencia de alrededor del 2,2 % del PIB al resto del mundo, en términos acumulados de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2022. En Estados Unidos, el efecto sobre las rentas fue prácticamente neutral, dado que este país es autosuficiente desde el punto de vista energético. El deterioro de la relación real de intercambio redujo de forma considerable la renta disponible de los hogares en la zona del euro, lo que afectó con especial intensidad a la demanda de bienes duraderos<sup>6</sup>. Las pérdidas de ingresos a través de este canal pueden seguir aumentando y, por tanto, frenar la actividad de la zona del euro en los próximos trimestres.

### Gráfico C

#### Efectos renta de la relación real de intercambio

(impacto en el crecimiento interanual del PIB, en puntos porcentuales)



Fuentes: Haver Analytics, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El efecto renta de la relación real de intercambio se calcula ponderando las variaciones de los precios de exportación y de importación por sus respectivos valores pasados (desfase de un año), y se expresa en porcentaje del PIB. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022.

**En consonancia con la recuperación más lenta de la zona del euro el año pasado, la importancia de la demanda como factor impulsor de la inflación subyacente ha crecido de manera más gradual y tardía que en Estados Unidos**

<sup>4</sup> Véase M. Licchetta *et al.* (2022), «Economic adjustment in the euro area and the United States during the COVID-19 crisis», *European Economy Discussion Paper*, 160, Comisión Europea, marzo.

<sup>5</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Implicaciones del deterioro de la relación real de intercambio para la renta real y la balanza por cuenta corriente», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

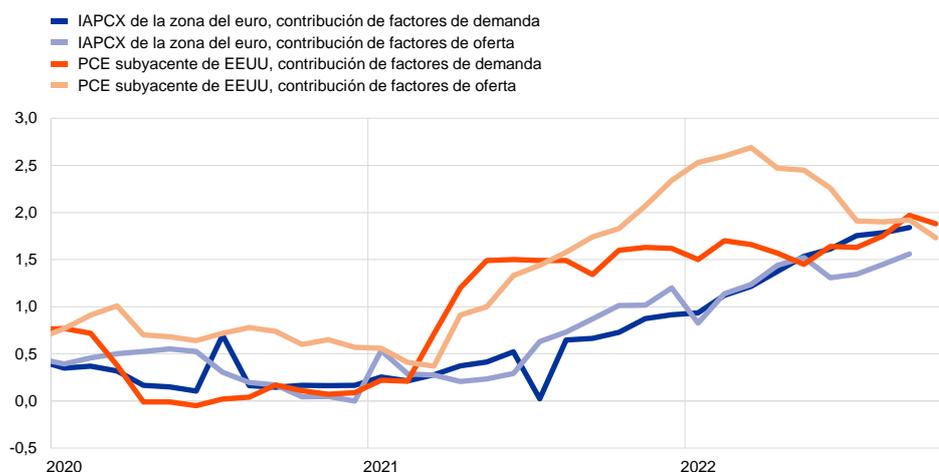
<sup>6</sup> Véase el recuadro titulado «El impacto del encarecimiento de la energía sobre el consumo de bienes y servicios en la zona del euro» de este Boletín Económico.

**(gráfico D).** En Estados Unidos, la contribución de la demanda a la inflación subyacente ya había alcanzado niveles de alrededor de 1,5 puntos porcentuales a mediados de 2021 y siguió aumentando hasta situarse en casi 2 puntos porcentuales recientemente, mientras que en la zona del euro experimentó un incremento mucho más paulatino y no alcanzó cotas superiores a 1,5 puntos porcentuales hasta hace pocos meses. En cuanto a la tasa de variación de los precios de los bienes, la contribución de la oferta sigue siendo mayor que la de la demanda tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. En lo que respecta a los servicios, los factores de oferta han tenido una influencia mayor en Estados Unidos, mientras que en la zona del euro han destacado más los factores de demanda. En la inflación de los servicios, donde el factor trabajo suele ser, con diferencia, el más relevante, la mayor importancia absoluta y relativa de los factores de oferta en Estados Unidos puede estar relacionada, en parte, con el tensionamiento más fuerte del mercado de trabajo y el impacto más intenso de la escasez de mano de obra sobre los salarios, en comparación con la zona del euro<sup>7</sup>.

### Gráfico D

#### Descomposición de la inflación subyacente en componentes de demanda y de oferta

(contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las medidas de la inflación subyacente son el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), para la zona del euro y el deflactor del gasto en consumo personal sin energía ni alimentos (PCE subyacente) para Estados Unidos. Las series están desestacionalizadas. Los datos se basan en una aplicación de A. H. Shapiro, «How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?», *FRBSF Economic Letters*, n.º 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21 de junio de 2022; y A. H. Shapiro, «Decomposing Supply and Demand Driven Inflation», *Working Papers*, n.º 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco, octubre de 2022. Para conocer los resultados para la zona del euro, véase el recuadro titulado «El papel de la oferta y la demanda en la inflación subyacente: descomposición por componentes de la inflación medida por el IAPCX» *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2022. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022 para la zona del euro y a octubre de 2022 para Estados Unidos.

**De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento a corto plazo son más débiles para la zona del euro que para Estados Unidos, lo que implica que el impulso que recibirá la inflación procedente de la actividad económica seguirá siendo menor en la zona del euro.** Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, el PIB real se

<sup>7</sup> Para más información sobre la evolución de los salarios, véase el recuadro titulado «Comparing labour market developments in the euro area and the United States and their impact on wages» del artículo titulado «Wage developments and their determinants since the start of the pandemic» de este Boletín Económico.

contraerá ligeramente en el cuarto trimestre de 2022 y en el primero de 2023 en la zona del euro, mientras que continuará siendo positivo, aunque modesto, en Estados Unidos (gráfico B). En esas mismas proyecciones se prevé que la inflación medida por el IAPC general se sitúe en el 6,3 % en 2023 y en el 3,4 % en 2024, mientras que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, será del 4,2 % en 2023 y del 2,8 % en 2024. Si bien se espera que la inflación general se mantenga en niveles más elevados en la zona del euro que en Estados Unidos a corto plazo como consecuencia de la mayor exposición de la primera a perturbaciones en los precios de la energía relacionadas con la guerra en Ucrania, se prevé que la inflación subyacente siga siendo algo más baja que en Estados Unidos, en un contexto de persistente deterioro de la relación real de intercambio y de menor tensionamiento del mercado de trabajo.

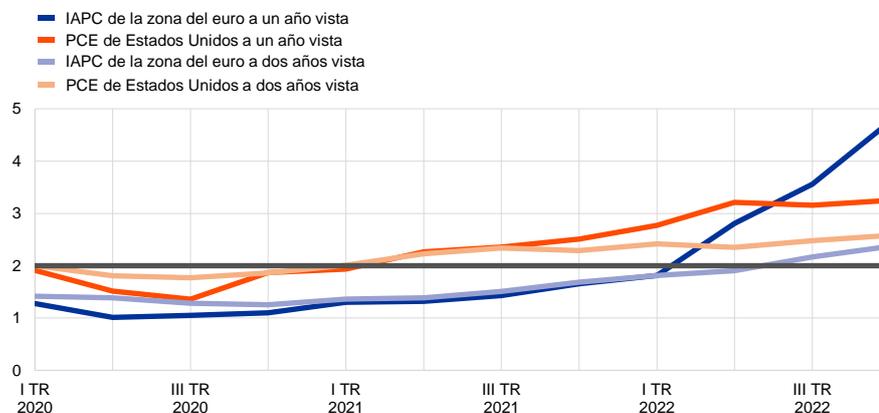
**Los expertos en previsión económica esperan que la inflación a dos años vista sea ligeramente más elevada en Estados Unidos que en la zona del euro.**

De acuerdo con la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), la inflación medida por el IAPC a un año en la zona del euro se situaría en el 4,8 %. Este nivel es considerablemente más alto que la inflación medida por el índice de precios del gasto en consumo personal (PCE) de Estados Unidos, que sería del 3 % a un año vista, según la encuesta llevada a cabo por la Reserva Federal de Filadelfia en el cuarto trimestre de 2022 (gráfico E). Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a dos años para Estados Unidos se sitúan en el 2,6 % para el PCE y en el 2,8% para el IPC, mientras que las expectativas de inflación al mismo plazo para el IAPC de la zona del euro se sitúan en el 2,4 % (gráfico E). Estos resultados sugieren que los niveles de inflación superiores al objetivo del banco central serían algo más persistentes en el país americano. Ello podría ser consecuencia del mayor peso del componente interno de la inflación en Estados Unidos, así como de unas expectativas más optimistas en general acerca del crecimiento y el dinamismo del mercado de trabajo en dicho país.

## Gráfico E

### Expectativas y proyecciones de inflación a corto y medio plazo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2022 y encuesta a expertos en previsión económica de la Reserva Federal de Filadelfia correspondiente al cuarto trimestre de 2022 (EPE de Estados Unidos).

Notas: La EPE de Estados Unidos se lleva a cabo un mes más tarde que la EPE de la zona del euro. Para la EPE de Estados Unidos, las expectativas a un año vista se calculan como la tasa de inflación media esperada de los cuatro trimestres posteriores a la ronda de la encuesta (es decir, para la encuesta realizada en el cuarto trimestre de 2022, sería la media del período comprendido entre el primer trimestre de 2023 y el cuarto trimestre de 2023) y las expectativas de inflación a dos años vista son las expectativas en el trimestre en el que se lleva a cabo la encuesta para dentro de dos años. Para la EPE de la zona del euro, las expectativas a un año vista se calculan como la tasa de inflación esperada un año después de los últimos datos disponibles (es decir, en el cuarto trimestre de 2022 estaban disponibles los datos de septiembre de 2022 y la expectativa a un año vista se refiere a la tasa de inflación interanual esperada en septiembre de 2023) y las expectativas de inflación a dos años vista se calculan como la tasa de inflación esperada dos años después de los últimos datos disponibles (por ejemplo, en el cuarto trimestre de 2022 estaban disponibles los datos de septiembre de 2022 y la expectativa a dos años vista se refiere a la tasa de inflación interanual esperada en septiembre de 2024).

## 2 Croacia adopta el euro

Matteo Falagiarda y Christine Gartner

**El 1 de enero de 2023, Croacia adoptó el euro y se convirtió en el vigésimo miembro de la zona del euro.** Las evaluaciones recogidas en los informes de convergencia de 2022 de la [Comisión Europea](#) y del [Banco Central Europeo](#) allanaron el camino para la primera ampliación de la zona del euro desde la entrada de Lituania en 2015<sup>1</sup>. El 12 de julio de 2022, el Consejo de la Unión Europea aprobó formalmente la incorporación de Croacia a la zona del euro y fijó el tipo de conversión de la kuna croata en 7,53450 kunas por euro<sup>2</sup>, el nivel de la paridad central de la kuna durante el período en el que el país participó en el mecanismo de tipos de cambio (MTC II)<sup>3</sup>.

**Croacia es una economía pequeña que está bien integrada con la zona del euro a través de vínculos comerciales y financieros.** Tiene una población de unos cuatro millones de habitantes y su PIB supone aproximadamente el 0,5 % del PIB de la zona del euro. La composición del valor añadido bruto del país es similar, en líneas generales, a la de la zona del euro en su conjunto, con una contribución de la industria (incluida la construcción) y de los servicios de alrededor del 25 % y del 72 %, respectivamente (panel a del gráfico A). El turismo domina el sector servicios de Croacia y sus ingresos representaron en torno al 19 % del PIB en 2019. Este porcentaje descendió de forma significativa en 2020 debido a la pandemia de coronavirus (COVID-19), pero volvió a aumentar en 2021 y 2022, siendo, con diferencia, el más elevado de todos los Estados miembros de la UE (panel b del gráfico A). El turismo tiene además unas repercusiones considerables en otros sectores de la economía.

---

<sup>1</sup> Los informes de convergencia de la Comisión Europea y del BCE se elaboran según lo establecido en el artículo 140, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

<sup>2</sup> Véase «[Croacia se incorporará a la zona del euro el 1 de enero de 2023](#)», *nota de prensa*, BCE, 12 de julio de 2022.

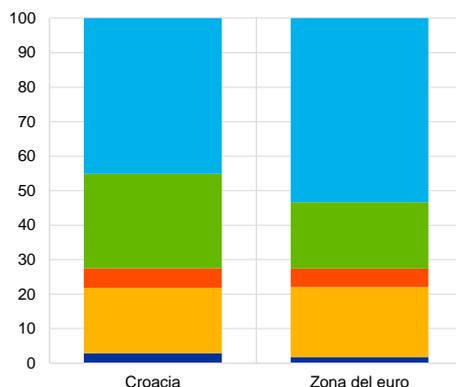
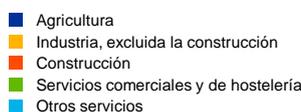
<sup>3</sup> Véanse el recuadro titulado «[La leva búlgara y la kuna croata en el mecanismo de tipos de cambio \(MTC II\)](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020, y el artículo titulado «[The European exchange rate mechanism \(ERM II\) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

## Gráfico A

### Estructura de la economía croata

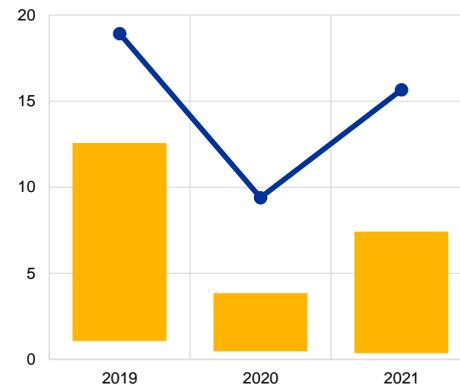
#### a) Valor añadido bruto por actividad económica

(en porcentaje del total)



#### b) Ingresos turísticos

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de los autores.

Notas: El panel a se basa en el valor añadido bruto a precios corrientes en el segundo trimestre de 2022. «Servicios comerciales y de hostelería» incluye actividades comerciales, de transporte y de alojamiento y restauración. El panel b se basa en los ingresos turísticos de las estadísticas de balanza de pagos, que miden el gasto en bienes y servicios efectuado por no residentes al visitar el país. Las barras amarillas indican el rango mínimo-máximo en todos los demás Estados miembros de la UE.

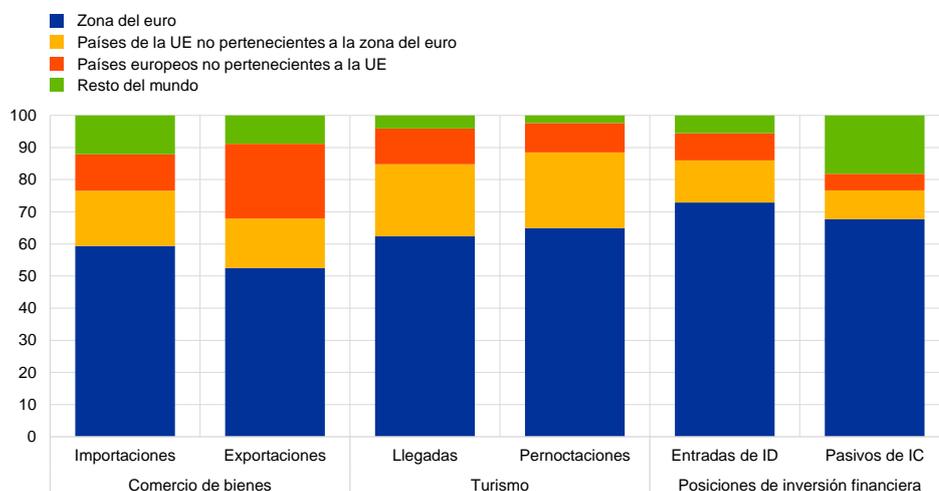
La zona del euro es el principal socio comercial y financiero de Croacia (gráfico B). Además, los bancos propiedad de instituciones financieras domiciliadas en otros países de la zona desempeñan un papel dominante en el sistema bancario croata. Antes de que Croacia adoptara formalmente el euro, su economía también se caracterizaba por un alto grado de «eurización». Un porcentaje sustancial de la deuda pública y privada se emitía en euros, reflejo de la composición por monedas del ahorro de los hogares y de los activos líquidos de las sociedades no financieras (gráfico C)<sup>4</sup>. En general, el ciclo económico del país ha estado muy sincronizado con el de la zona del euro durante los diez años que han precedido a la adopción de la moneda única.

<sup>4</sup> Sin embargo, para los países no pertenecientes a la zona del euro, un elevado grado de eurización también puede comportar riesgos y limitar la flexibilidad de las políticas económicas internas.

## Gráfico B

### Vínculos comerciales y financieros de Croacia con la zona del euro

(en porcentaje del total)



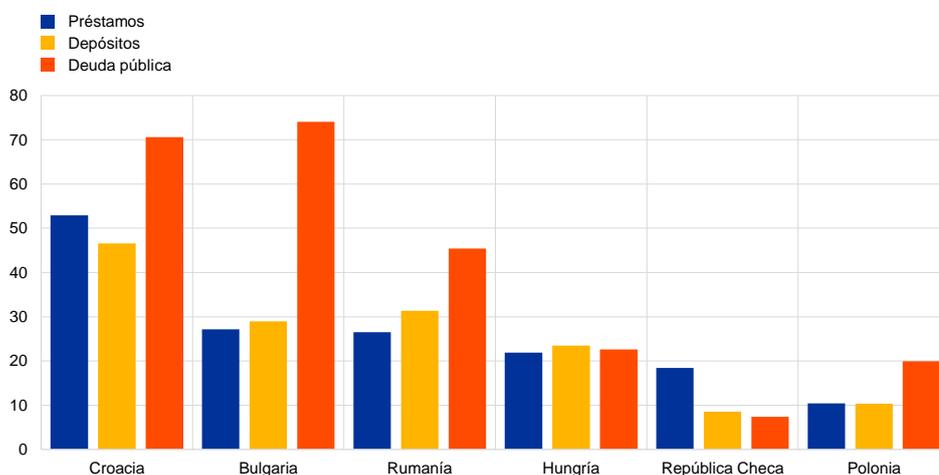
Fuentes: Croatian Bureau of Statistics, FMI (CDIS y CPIS) y cálculos de los autores.

Notas: «ID» corresponde a la inversión directa e «IC» a la inversión de cartera. «CDIS» se refiere a la encuesta coordinada de inversión directa y «CPIS» a la encuesta coordinada de inversión de cartera. Los datos corresponden a 2021 para el comercio de bienes, el turismo y los pasivos de la IC y a 2020 para las posiciones de ID. En las llegadas y pernoctaciones de turistas no se han considerado los turistas nacionales. Los porcentajes correspondientes a los pasivos de IC se han calculado a partir de datos espejo relativos a activos bilaterales frente a Croacia.

## Gráfico C

### Porcentaje de préstamos, depósitos y deuda pública denominados en euros

(en porcentaje del total)



Fuentes: BCE y cálculos de los autores.

Notas: Los datos se refieren a los saldos vivos de los préstamos y depósitos de las instituciones financieras no monetarias, excluidas las Administraciones Públicas, al final de agosto de 2022 y al saldo de deuda de las Administraciones Públicas al final de 2021.

**Se espera que la economía de Croacia se beneficie de la eliminación del riesgo de tipo de cambio, así como de la disminución de los costes de transacción y financiación.** Dada la ya profunda integración de Croacia con la zona del euro, y suponiendo que de aquí en adelante se apliquen políticas fiscales, estructurales y financieras sólidas, se espera que la adopción del euro reporte beneficios al país. Estos incluyen, entre otros: i) la eliminación del riesgo de tipo de cambio frente al euro, que recientemente ha sido una de las principales fuentes de vulnerabilidad de

la economía croata; ii) un impacto positivo en el comercio exterior (incluido el turismo) y en la inversión como resultado de la disminución de los costes de transacción y de la mayor transparencia y comparabilidad de los precios<sup>5</sup>, y iii) un descenso de los costes de financiación de la economía debido al firme anclaje de las expectativas de inflación, así como a la reducción de los costes regulatorios y del riesgo cambiario. Cualquier coste y riesgo asociado a la adopción del euro debería ser relativamente reducido, y sobre todo puntual, como los costes relacionados con la introducción del euro o el riesgo de subidas de precios injustificadas (frente a los cuales las autoridades croatas han implementado varias medidas). Teniendo en cuenta el alto nivel actual de integración económica y financiera de Croacia con la zona del euro y la estabilidad previa del tipo de cambio HRK/EUR, es probable que el coste de perder la capacidad de ajustar el tipo de cambio como herramienta de política macroeconómica ante perturbaciones asimétricas sea bajo. Con todo, para limitar la materialización de tales costes, las autoridades croatas deben aplicar políticas económicas y fiscales sólidas, respetando al mismo tiempo las inevitables limitaciones asociadas a una moneda común y a una política monetaria única.

**Tras su adhesión a la UE en 2013, Croacia avanzó de forma significativa en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y en la consecución de la convergencia con la zona del euro.** Los desequilibrios macroeconómicos que se pusieron de manifiesto durante la prolongada recesión vivida entre 2009 y 2014 se corrigieron de forma gradual. Estos desequilibrios estuvieron relacionados con niveles elevados de deuda externa, privada y pública en un contexto de bajo crecimiento potencial. La recuperación económica posterior y la adopción de medidas creíbles, como una orientación prudente de la política fiscal y las reformas del mercado laboral y del entorno empresarial, propiciaron la disminución sostenida de esas vulnerabilidades. Al mismo tiempo, Croacia alcanzó un considerable grado de convergencia real con la zona del euro. Su PIB per cápita, que en 2012 (justo antes de su incorporación a la UE) se cifraba en alrededor del 55 % de la media de la zona del euro, se situó ligeramente por encima del 70 % en 2022 (panel a del gráfico D). El crecimiento real de Croacia siguió la senda de convergencia generalmente observada en los países que adoptaron el euro después de 2002 y en otros países no pertenecientes a la zona del euro (panel b del gráfico D). Además, logró la convergencia en el ámbito de la supervisión bancaria en 2020 con la entrada en vigor del marco de cooperación estrecha, una vía de acceso a la unión bancaria para los países de fuera de la zona<sup>6</sup>. Este marco garantizaba la aplicación de estándares de supervisión uniformes, contribuyendo así a salvaguardar la estabilidad financiera y a fomentar el proceso de integración financiera.

<sup>5</sup> Se espera que el comercio y el turismo también se beneficien de la incorporación de Croacia al espacio Schengen, que tuvo lugar el 1 de enero de 2023.

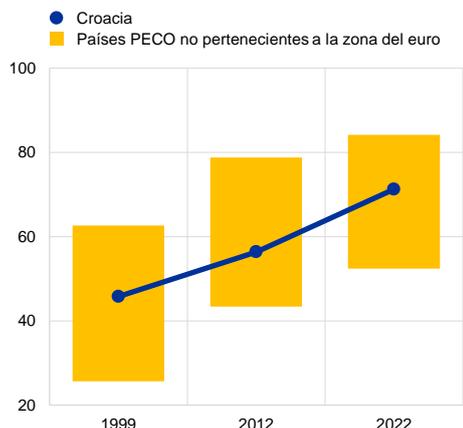
<sup>6</sup> Para información más detallada, véase «[El BCE establece una cooperación estrecha con el banco central de Croacia](#)», *nota de prensa*, BCE, 10 de julio de 2020.

## Gráfico D

### PIB real per cápita

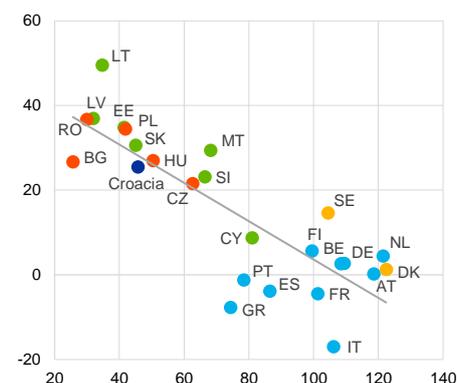
a) En relación con la media de la zona del euro

(índice: zona del euro = 100)



b) Nivel inicial en 1999 comparado con la variación posterior con respecto a la media de la zona del euro

(índice: zona del euro = 100; eje de abscisas: nivel en 1999; eje de ordenadas: variación del nivel [1999-2022])



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos de los autores.

Notas: Basado en el PIB real per cápita en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA). Para más detalles, véase el recuadro 2 en J. L. Díaz del Hoyo, E. Dorrucchi, F. F. Heinz, y S. Muzikarova, «Real convergence in the euro area: a long-term perspective», *Occasional Paper Series*, n.º 203, BCE, diciembre de 2017. Los datos correspondientes a 2022 proceden de las previsiones económicas de otoño de 2022 de la Comisión Europea. «PECO» se refiere a los «países de Europa Central y Oriental». En el panel a, las barras de color amarillo indican el rango mínimo-máximo en los países PECO no pertenecientes a la zona del euro (Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía). En el panel b, los puntos rojos representan a los países PECO no pertenecientes a la zona del euro (Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía), los puntos amarillos a Dinamarca y Suecia, los puntos verdes a los países que se incorporaron a la zona del euro después de 2002 (Chipre, Malta, Eslovenia, Eslovaquia, Letonia, Lituania y Estonia), y los puntos azul claro a los países que se incorporaron a la zona del euro antes de 2002 (Bélgica, Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia). Se excluye Irlanda por la revisión excepcional del PIB realizada para 2015, que no reflejó el crecimiento efectivo de la actividad económica, así como Luxemburgo por la distorsión en los cálculos del PIB per cápita debida al elevado número de trabajadores transfronterizos.

### La economía croata se recuperó con fuerza de la sustancial caída del producto registrada en 2020 y se mantuvo resiliente frente a las consecuencias económicas de la invasión rusa de Ucrania.

Como resultado de la fuerte dependencia de Croacia del turismo, la pandemia tuvo un importante coste para su economía, cuyo PIB real se contrajo un 8,6 % en 2020. Aunque las medidas de apoyo ayudaron a mitigar el impacto económico de la crisis, la recesión revirtió temporalmente los avances en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos logrados antes de la pandemia. En 2021, la economía repuntó de nuevo y experimentó un crecimiento de dos dígitos (13,1 %) gracias al éxito de la temporada turística, así como al intenso dinamismo del consumo privado y de la inversión. Además, en 2022, Croacia continuó siendo uno de los Estados miembros de la UE cuya economía creció a mayor ritmo, debido al buen comportamiento sostenido del sector turístico y a una exposición comercial y financiera directa a Rusia relativamente limitada<sup>7</sup>. Como consecuencia del acusado encarecimiento de la energía y de los alimentos, la inflación de los precios de consumo siguió aumentando en 2022 y superó considerablemente la observada en la zona del euro. Las medidas fiscales, como las reducciones del impuesto sobre el valor añadido y el establecimiento de topes a los precios del gas, la electricidad y los alimentos básicos, los recortes de los impuestos especiales sobre los combustibles y la

<sup>7</sup> En su [examen exhaustivo de 2022](#), la Comisión Europea concluyó que Croacia, país en el que se detectaron desequilibrios en 2021, no presentaba ningún desequilibrio.

congelación de los márgenes de los productos petrolíferos, contribuyeron a mitigar temporalmente las presiones inflacionistas. En general, las múltiples perturbaciones generadas por la crisis del COVID-19 y por la guerra en Ucrania tuvieron un impacto limitado en la capacidad de Croacia para cumplir los criterios de convergencia para la adopción del euro. Sin embargo, existe preocupación por la sostenibilidad de la convergencia de la inflación, si, por ejemplo, las medidas fiscales adoptadas para respaldar la demanda agregada acentúan las presiones inflacionistas.

**Para aprovechar plenamente los beneficios del euro y permitir que los mecanismos de ajuste operen de forma eficiente en el área monetaria ampliada, es importante que Croacia asegure la sostenibilidad de la convergencia económica.** Las políticas económicas deberían orientarse a respaldar el crecimiento potencial y la resiliencia para evitar que se produzcan desequilibrios macroeconómicos. El potencial de crecimiento económico de Croacia aún parece bajo para una economía en proceso de convergencia. En este contexto, es necesario que se implementen políticas estructurales dirigidas a elevar el crecimiento potencial y reforzar la competitividad y la resiliencia de su economía. Se podría dar prioridad a la mejora de la calidad y la eficiencia del entorno institucional y empresarial, de la Administración Pública y del sistema judicial, así como a la modernización de las infraestructuras del país. En general, las políticas deberían centrarse en el apoyo a la innovación y la inversión en nuevas tecnologías, con el fin también de ampliar las fuentes de crecimiento económico más allá del turismo. Para impulsar la productividad del trabajo, sería fundamental que se aplicaran medidas destinadas a i) reducir los desajustes del mercado laboral, ii) mejorar la cantidad y calidad de la oferta de trabajo, iii) elevar la reducida tasa de participación, y iv) adecuar el sistema educativo a las necesidades de la economía. Una absorción eficiente de los fondos de la UE asignados al país también será de vital importancia para garantizar que la agenda de reformas culmine con éxito<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> La reciente agenda de reformas también estuvo impulsada por una serie de compromisos adquiridos por las autoridades croatas al incorporarse al MTC II con el fin de que Croacia pudiera haber alcanzado un alto grado de convergencia económica cuando adoptara el euro. Estos compromisos se refieren al marco de prevención del blanqueo de capitales (PBC), el entorno empresarial, la gobernanza del sector público y el marco de insolvencias del país. Para información más detallada, véase «[Comunicado sobre Croacia](#)», *nota de prensa*, BCE, 10 de julio de 2020.

### 3 El impacto del encarecimiento de la energía sobre el consumo de bienes y servicios en la zona del euro

Alina Bobasu y Johannes Gareis

**El reciente incremento del gasto real en consumo en la zona del euro oculta una evolución heterogénea de los distintos componentes del consumo.** El consumo privado total en la zona del euro aumentó significativamente en el segundo y el tercer trimestre de 2022, sustentado sobre todo por el consumo de servicios, que repuntó con fuerza tras el crecimiento contenido observado a principios de año (gráfico A)<sup>1</sup>. En cambio, el consumo de bienes no duraderos cayó por tercer trimestre consecutivo. Asimismo, el consumo de bienes duraderos mantuvo su tendencia a la baja (que comenzó en el último trimestre de 2021) hasta el segundo trimestre de 2022, para luego empezar a mejorar en el tercero. Aunque la recuperación del consumo privado total reflejó varios factores, entre los que cabe citar la relajación generalizada de las restricciones relacionadas con la pandemia y la reducción gradual de los cuellos de botella en la oferta, la gran escalada de los precios energéticos generó importantes obstáculos para el crecimiento del consumo a través de su efecto sobre el poder adquisitivo de los hogares<sup>2</sup>. En este recuadro se pretende cuantificar el impacto del encarecimiento reciente de la energía sobre el gasto real en consumo en la zona del euro. El recuadro se centra en las perturbaciones de oferta asociadas a la energía que han adquirido una creciente relevancia desde mediados de 2021, en particular con la invasión rusa de Ucrania a principios de 2022<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Los datos del gasto real en consumo y de sus componentes para el conjunto de la zona del euro se basan en la agregación de los datos nacionales disponibles.

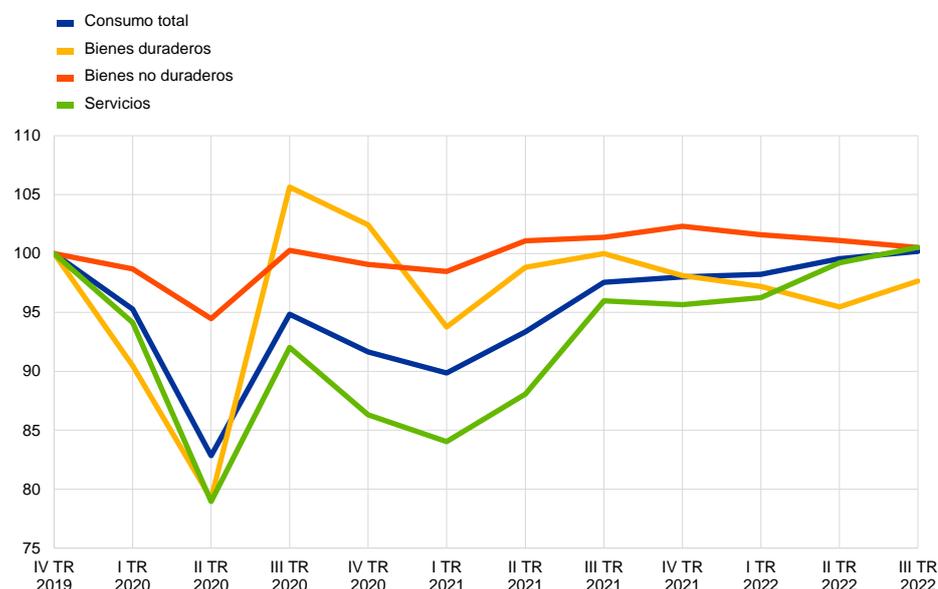
<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, el artículo titulado «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

<sup>3</sup> Véase el artículo titulado «[Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

## Gráfico A

### Evolución del consumo privado real en la zona del euro

(IV TR 2019 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los bienes no duraderos incluyen bienes semiduraderos.

**El fuerte ascenso observado recientemente en los precios energéticos ha tenido un impacto significativo sobre la renta real disponible de los hogares.** A la hora de evaluar los efectos de las variaciones de los precios de la energía sobre el consumo privado real, un indicador útil es la ratio entre el deflactor del PIB y el del consumo privado (o entre los deflatores de la renta y el gasto). Esta medida de la relación real de intercambio tiene una base teórica sólida y refleja los canales directos (por ejemplo, los precios de consumo) e indirectos (por ejemplo, los salarios) a través de los cuales los precios energéticos influyen en el poder adquisitivo de los hogares<sup>4</sup>. En la zona del euro, este indicador guarda una correlación negativa con los precios reales de la energía y ha registrado un pronunciado descenso desde el final de 2021, lo que ha lastrado considerablemente la renta real disponible de los hogares y ha afectado al consumo privado (gráfico B)<sup>5</sup>.

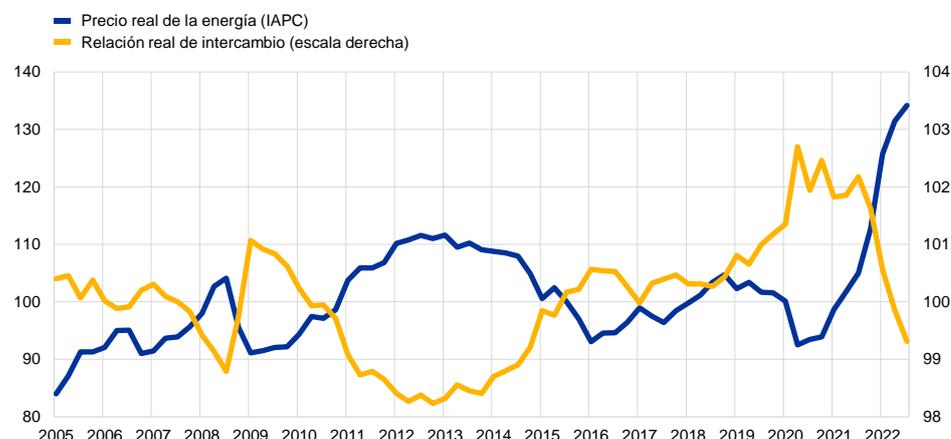
<sup>4</sup> Para un análisis pormenorizado, véase el recuadro titulado «[Los precios del petróleo, la relación real de intercambio y el consumo privado](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2018.

<sup>5</sup> La relación real de intercambio también puede verse afectada por otros factores (como el tipo de cambio nominal y los precios de los bienes y servicios distintos de los energéticos). Empíricamente, sin embargo, la variación de la relación real de intercambio de la zona del euro se explica, en su mayor parte, por los precios de la energía. Para una descomposición de la dinámica de la renta real disponible de los hogares en distintas fuentes de ingresos y la relación real de intercambio en períodos con fuertes fluctuaciones de los precios energéticos, véase el artículo titulado «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

## Gráfico B

### Precios reales de la energía y relación real de intercambio

(2015 = 100)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El «precio real de la energía» refleja la ratio entre el componente de energía del IAPC y el IAPC general. La relación real de intercambio se aproxima mediante la ratio entre el deflactor del PIB y el deflactor del consumo privado.

**Se puede utilizar un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés) para obtener el impacto de las perturbaciones de oferta asociadas a la energía sobre el gasto en consumo.** El modelo SVAR incluye la ratio entre el deflactor del PIB y el deflactor del consumo privado como indicador de la relación real de intercambio, el IAPC, el PIB real y el euríbor a tres meses y, además, o bien el consumo privado total, o bien el consumo de bienes duraderos, de bienes no duraderos o de servicios. Se utilizan restricciones de signo en las funciones impulso-respuesta de las variables del modelo para identificar los determinantes económicos estructurales. Para determinar la perturbación de oferta asociada a la energía se modeliza un empeoramiento imprevisto del suministro de energía suponiendo que un deterioro inesperado de la relación real de intercambio (por ejemplo, un aumento de los precios reales de la energía) da lugar a un impacto inmediato positivo sobre la inflación y a un efecto inmediato negativo sobre la actividad económica y el gasto en consumo, ambos en términos reales<sup>6</sup>.

**Las perturbaciones de oferta asociadas a la energía han lastrado considerablemente el gasto real en consumo en los últimos trimestres, en especial en el caso de los bienes duraderos.** El consumo privado total se ha visto afectado de manera significativa por dichas perturbaciones en los últimos trimestres (gráfico C), pero cada uno de sus componentes ha sufrido los efectos en distinta medida. Así, estas perturbaciones han tenido un impacto negativo poco significativo sobre el consumo de servicios, por lo que este componente ha registrado un alza sustancial tras la reapertura de la economía en la primavera de 2022. Sin embargo, las perturbaciones de oferta asociadas a la energía han tenido un efecto negativo

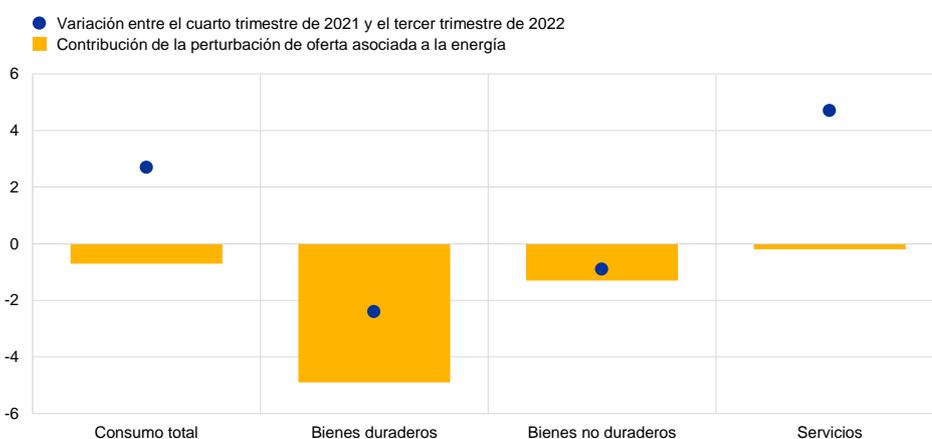
<sup>6</sup> El modelo también identifica una perturbación de demanda agregada, una perturbación de oferta agregada, una perturbación de política monetaria y una perturbación residual para asegurar que el resto de las perturbaciones incluidas en el modelo no actúan de la misma forma que la perturbación de los precios de la energía. Las restricciones impuestas son acordes con la literatura sobre la identificación de perturbaciones de los precios energéticos frente a otras perturbaciones estructurales; véase, por ejemplo, A. M. Conti, S. Neri y A. Nobili, «[Low inflation and monetary policy in the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 2005, BCE, 2017.

evidente y más sustancial sobre el consumo de bienes no duraderos y, en particular, de bienes duraderos, tal y como refleja la debilidad observada en los últimos trimestres. La reacción relativamente fuerte del consumo de bienes duraderos ante la escalada de los precios energéticos se debe, probablemente, a que los hogares pueden utilizar los bienes duraderos que ya poseen sin que esto repercuta de manera inmediata en su bienestar<sup>7</sup>. Además, ante la mayor incertidumbre derivada de las fluctuaciones de los precios de la energía, es posible que los hogares hayan decidido posponer adquisiciones irreversibles de bienes duraderos<sup>8</sup>.

### Gráfico C

#### Impacto de las perturbaciones de oferta asociadas a la energía sobre el gasto real en consumo en la zona del euro

(tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los resultados se basan en cuatro modelos estructurales de vectores autorregresivos (SVAR) identificados con restricciones de signo. Cada modelo incluye la ratio entre el deflactor del PIB y el deflactor del consumo privado como indicador de la relación real de intercambio, el IAPC, el PIB real y el euríbor a tres meses y, además, o bien el consumo privado total, o bien el consumo de bienes duraderos, de bienes no duraderos o de servicios. Los modelos se estiman utilizando datos trimestrales (expresados como tasas de variación con respecto al trimestre anterior, excepto en el caso del euríbor a tres meses). La muestra abarca el período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el cuarto trimestre de 2019 para evitar que las fluctuaciones económicas extraordinarias que se produjeron durante la pandemia de COVID-19 afecten a los coeficientes de los modelos estimados. Los bienes no duraderos incluyen bienes semiduraderos.

#### El encarecimiento de la energía seguirá lastrando el gasto real en consumo durante los próximos trimestres.

Como los precios energéticos y la incertidumbre han permanecido en niveles elevados, es probable que la renta real disponible de los hogares vuelva a disminuir en torno al cambio de año, con efectos negativos sobre el gasto en consumo, especialmente de bienes duraderos, a pesar del probable impacto positivo de una nueva reducción de los cuellos de botella en la oferta. Pese a su relativa capacidad de resistencia ante las subidas de los precios de la energía, el consumo de servicios también se debilitará, probablemente, a medida que vayan desapareciendo los efectos de la reapertura de la economía. En conjunto, esto apunta a un dinamismo considerablemente menor del consumo en el

<sup>7</sup> Véase M. Browning y T. F. Crossley, «Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss», *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, n.º 6, 2009.

<sup>8</sup> Véase P. Edelstein y L. Kilian, «How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n.º 6, 2009, pp. 766-779. Para una descripción del papel del gasto en bienes duraderos como determinante de la variabilidad cíclica del consumo en la zona del euro, véase el artículo «Consumption of durable goods in the euro area», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

corto plazo, en consonancia con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022.

## Evolución de los salarios en los países de la zona del euro desde el inicio de la pandemia

Katalin Bodnár y Julien Le Roux

**La pandemia de coronavirus (COVID-19) y las medidas de respuesta para hacerle frente han afectado significativamente a los indicadores de crecimiento de los salarios en todos los países de la zona del euro<sup>1</sup>.** En este recuadro se examina la evolución de la remuneración por asalariado y por hora en los países de la zona del euro desde el comienzo de la pandemia. Si bien el tipo de perturbación fue el mismo en todos ellos, el impacto fue diferente debido, entre otros factores, a los efectos de la pandemia en los distintos sectores, como los servicios intensivos en contacto social (especialmente, el turismo). Del mismo modo, aunque el tipo de respuesta fue igual en todos los países, en el sentido de que se pusieron en marcha programas de mantenimiento del empleo, estos programas difirieron de manera considerable en cuanto a su configuración y a la proporción de trabajadores acogidos a los mismos. Por lo general, al principio de la pandemia, la desaceleración económica provocó un fuerte ajuste a la baja del factor trabajo en todos los países, que, no obstante, se materializó principalmente en un menor número de horas trabajadas por persona, más que en reducciones del empleo. A su vez, dada la compensación parcial de las horas no trabajadas, la remuneración por asalariado disminuyó en general, mientras que la remuneración por hora trabajada incluso aumentó temporalmente<sup>2</sup>.

### **Las diferencias entre países en los programas de mantenimiento del empleo contribuyeron a la dispar evolución del mercado de trabajo y de los salarios.**

Los programas difirieron en cuanto a su configuración, cobertura y nivel de subsidio. En la mayoría de los países, revistieron la forma de programas de regulación temporal de empleo articulados a través de una reducción de la jornada efectiva o de una suspensión temporal de empleo<sup>3</sup>. La diferencia principal entre los programas estaba en que en unos los empleados trabajaban menos horas de las establecidas en sus contratos (reducción de la jornada efectiva), mientras que en otros, los empleados no trabajaban, pero mantenían su contrato laboral (suspensión temporal de empleo<sup>4</sup>). En ambos casos, la pérdida de remuneración que iría normalmente

<sup>1</sup> Véase también el artículo titulado «[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)» de este Boletín Económico.

<sup>2</sup> Véase «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

<sup>3</sup> Para la clasificación de los programas de mantenimiento del empleo, véanse J. Drahokoupil y T. Müller, «[Job retention schemes in Europe, A lifeline during the Covid-19 pandemic](#)», *Working paper*, n.º 07, 2021, European Trade Union Institute, 2021, y Eurofound, «[COVID-19: Implications for employment and working life](#)», COVID-19 series, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, 2021. Sin embargo, cabe señalar que la clasificación de los programas de mantenimiento del empleo puede variar ligeramente entre las dos publicaciones. En este análisis se utiliza el sistema establecido por Drahokoupil y Müller. Para conocer el impacto de los diferentes tipos de programas de mantenimiento del empleo sobre las estadísticas de costes laborales, véase la nota metodológica de Eurostat titulada [Labour cost statistics - guidance note on the recording of government schemes related to the COVID-19 crisis](#), 24 de abril de 2020.

<sup>4</sup> La «suspensión temporal de empleo» se refiere a la situación en la que se considera que los trabajadores están desempleados, pero mantienen su contrato laboral con la empresa y, por tanto, pueden volver a su puesto anterior sin que varíen las condiciones.

asociada a la reducción de las horas trabajadas por asalariado se vio amortiguada en su totalidad o en parte por el Gobierno nacional respectivo. El grueso de los programas preveía compensar solo una parte del salario mensual total, y el grado de apoyo variaba con la rebaja de las horas trabajadas. En los programas de reducción de la jornada efectiva, los empleadores recibían la ayuda financiera en función de las horas no trabajadas por sus empleados, y estos recibían un porcentaje de su remuneración, con independencia de las horas efectivamente trabajadas. Por tanto, estas transferencias computaban como parte de la remuneración de los asalariados. En cambio, en los programas de suspensión temporal de empleo, las empresas podían suspender temporalmente el empleo, y los empleados recibían prestaciones por las horas no trabajadas, ya sea directamente de los Gobiernos o a través de sus empleadores. Estas transferencias no computaban como parte de la remuneración de los asalariados<sup>5</sup>. Solo un reducido número de países utilizó los programas de subsidios salariales, con arreglo a los cuales los subsidios recibidos por los empleadores no estaban asociados a la variación de las horas trabajadas por empleado<sup>6</sup>. Algunos países de la zona del euro también aplicaron diferentes programas en paralelo o modificaron su programa durante la pandemia.

**Dos años y medio después del comienzo de la pandemia, el fuerte impacto inicial de las horas trabajadas por persona sobre la remuneración por asalariado se suavizó en buena medida.** El gráfico A muestra la variación porcentual de la remuneración por

asalariado, comparando el nivel precrisis con el segundo trimestre de 2020 (el nivel más bajo de la crisis en la mayoría de los países) y con el tercer trimestre de 2022 (últimos datos disponibles), respectivamente. La variación inicial fue fundamentalmente a la baja, oscilando entre el -10,9 % en Italia y el 3,1 % en los Países Bajos (panel a del gráfico A). Como consecuencia de la acusada reducción de las horas, la remuneración por hora se elevó por lo general. La variación registrada en el tercer trimestre de 2022 osciló entre el 2,9 % en Grecia y el 29,3 % en Estonia (panel b del gráfico A). Si se comparan los datos más recientes con los anteriores a la pandemia, la remuneración por hora fue el principal determinante de los aumentos acumulados de la remuneración por asalariado en todos los países. En algunos de ellos, esto se vio acompañado de una reducción de las horas trabajadas por empleado. Este panorama global no significa necesariamente que se haya incrementado la remuneración por hora de todos los trabajadores individuales. Podría reflejar, entre otros factores, un cambio en la composición del empleo. Ni la variación acumulada en la remuneración por asalariado ni la descomposición de los salarios por remuneración por hora y horas trabajadas por empleado están claramente relacionadas con el tipo de programa de mantenimiento del empleo aplicado. Otros factores, como las condiciones específicas de los programas (en términos de criterios de acceso, cobertura sectorial, duración, etc.) fueron más importantes para el grado de ajuste del factor trabajo y los salarios. Por ejemplo, el

<sup>5</sup> Véase «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

<sup>6</sup> En los Países Bajos había un sistema híbrido en el que el tamaño del subsidio era proporcional a la disminución de los ingresos. Véase también «Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond», OCDE, 2020.

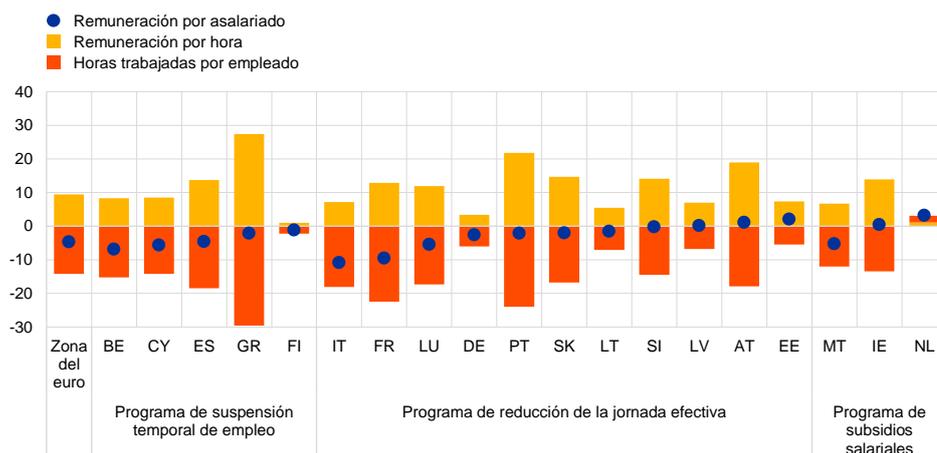
ajuste de las horas trabajadas por asalariado tras el comienzo de la pandemia fue mayor, por lo general, cuando el programa incluía la opción o la obligación de trabajar cero horas<sup>7</sup>.

## Gráfico A

### Remuneración por asalariado y su descomposición durante la pandemia

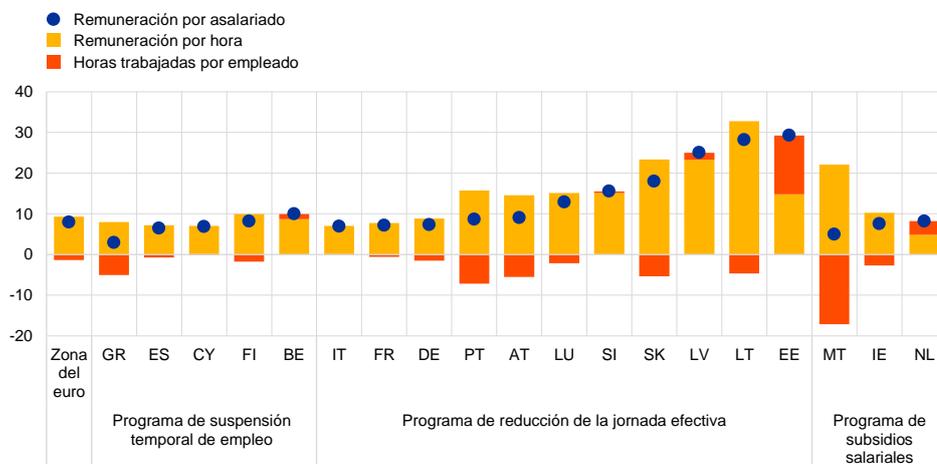
#### a) Variación en el segundo trimestre de 2020 en comparación con el cuarto trimestre de 2019

(tasas de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales)



#### b) Variación en el tercer trimestre de 2022 en comparación con el cuarto trimestre de 2019

(tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022 para Irlanda, al segundo trimestre para Italia y los Países Bajos, y al tercer trimestre para los demás países.

**A pesar de la magnitud de la perturbación causada por la pandemia y del diferente impacto que probablemente haya tenido en los distintos sectores, parece que, de hecho, los cambios en la composición sectorial del crecimiento de los salarios son limitados en todos los países.** Dado que la perturbación fue histórica en términos de tamaño, podría haberse esperado que los cambios en la composición de la población activa repercutieran sobre el crecimiento agregado de los salarios. Esto ocurre, por ejemplo, cuando una perturbación afecta en distinto

<sup>7</sup> Otros factores también afectaron al ajuste del factor trabajo. Por ejemplo, el empleo era relativamente elevado en España, donde la proporción de contratos temporales es grande.

grado a los sectores con niveles salariales más altos o más bajos. Habida cuenta de la falta de microdatos comparables detallados entre países para el período de la pandemia, estos cambios solo pueden examinarse a nivel de los sectores disponibles en las cuentas nacionales y muestran que, en la mayoría de los países, los efectos de composición implícitos sobre el crecimiento global de los salarios fueron reducidos (gráfico B)<sup>8</sup>. Dieron lugar a un aumento del crecimiento salarial, pues el porcentaje de empleo en sectores con niveles salariales más bajos —principalmente los servicios intensivos en contacto social— disminuyó, mientras que en los sectores con niveles de salarios más elevados —en general, aquellos que no son intensivos en contacto social— se incrementó<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Esta conclusión también está en consonancia con los resultados en el caso de la crisis financiera mundial. Véase «[The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

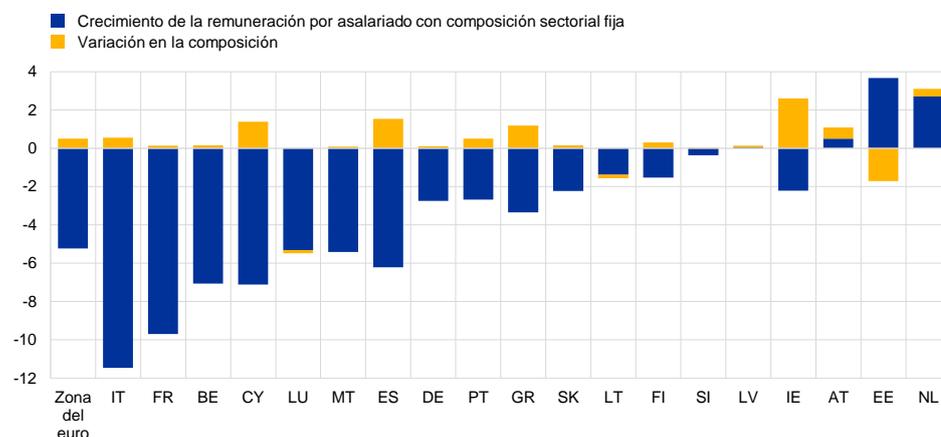
<sup>9</sup> Del mismo modo, los cambios de composición del crecimiento de la remuneración por hora fueron limitados, aunque, en conjunto, resultaron mayores que los de la remuneración por asalariado.

## Gráfico B

### Efectos de composición sectorial en el crecimiento de la remuneración por asalariado

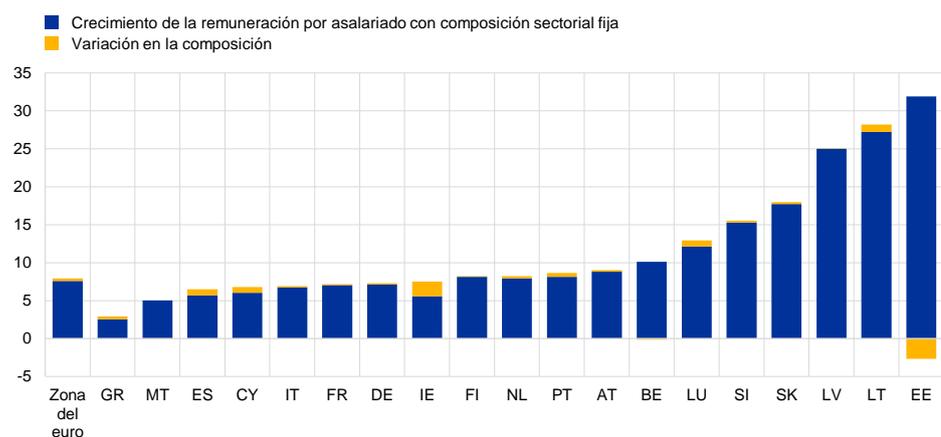
#### a) Segundo trimestre de 2020 en comparación con el cuarto trimestre de 2019

(tasa de variación)



#### b) Tercer trimestre de 2022 en comparación con el cuarto trimestre de 2019

(tasa de variación)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022 para Irlanda, al segundo trimestre para Italia y los Países Bajos, y al tercer trimestre para los demás países. El crecimiento de la remuneración por asalariado con composición sectorial fija se calcula utilizando las ponderaciones sectoriales del empleo sin alterarlas en el cuarto trimestre de 2019. Para este cálculo se emplean los sectores de la clasificación NACE 10.

**El impacto de los programas de mantenimiento del empleo ocultó el efecto de los determinantes típicos de la inflación salarial, como el crecimiento de la productividad o el grado de tensionamiento del mercado de trabajo.** Sin embargo, estos factores siguieron actuando como telón de fondo y pueden ayudar a explicar las diferentes magnitudes del crecimiento salarial<sup>10</sup>. Por ejemplo, las acusadas ganancias de productividad observadas en los países bálticos podrían haber favorecido fuertes aumentos de los salarios una vez que remitieron los

<sup>10</sup> Véase «El impacto de la pandemia de COVID-19 en el crecimiento de la productividad del trabajo» *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021. La intensidad del capital —y la inversión—, que es un determinante de la productividad del trabajo, fue heterogénea en cierto modo entre países durante la pandemia de COVID-19; véase, por ejemplo, el artículo titulado «The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks» *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022.

efectos inmediatos de la pandemia<sup>11</sup>. Del mismo modo, diferentes situaciones en los mercados de trabajo —debidas, por ejemplo, a una especialización sectorial o a factores demográficos— podrían haberse traducido en una evolución distinta de los salarios. Así, los países con tasas de desempleo más elevadas también han registrado el crecimiento de los salarios más moderado durante todo el período pospandemia. Sin embargo, es difícil establecer una relación sólida entre los salarios, la productividad y la holgura en el mercado de trabajo, dados los factores distorsionadores que intervienen, así como las diferentes instituciones y condiciones del mercado de trabajo antes de la pandemia.

**En el entorno de recuperación de la pandemia, el impacto distorsionador que han tenido los programas de mantenimiento del empleo sobre el crecimiento de los salarios ha comenzado a desaparecer en los países de la zona del euro.**

Si bien los trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo representaban más del 15 % de la población activa de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020, ahora se calcula que esta proporción fue inferior al 1 % en el tercer trimestre de 2022, lo que contribuye a reducir la distorsión en la medición de los salarios. Sin embargo, a medida que ha remitido la pandemia, el repunte de la inflación ha entrado en juego en todos los países como un factor que afecta al crecimiento de los salarios, existiendo una gran heterogeneidad de unos países a otros en el nivel de inflación y su traslación a los salarios. Estas divergencias se derivan de la fijación de los salarios y de otras características estructurales, las distintas medidas públicas que afectan a la inflación, los salarios y las diferentes posiciones cíclicas de los países. Estos factores podrían provocar nuevamente una evolución dispar de los salarios en los distintos países en el futuro.

---

<sup>11</sup> Véase, por ejemplo, «[Diagnostic of Estonia, Latvia and Lithuania](#)», Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, abril de 2022.

## 5 El acceso de las empresas a la financiación y el ciclo económico: evidencia de la encuesta SAFE

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

**En este recuadro se estudia de qué modo están relacionadas la brecha de financiación que afrontan las empresas de la zona del euro y sus expectativas de disponibilidad futura de financiación con los resultados macroeconómicos actuales y futuros.** El actual proceso de normalización de la política monetaria está endureciendo gradualmente las condiciones de financiación e influyendo en la oferta de financiación externa como parte del mecanismo de transmisión convencional de la política monetaria. Una cuestión fundamental es conocer el impacto que los cambios en las citadas condiciones y en el acceso a la financiación pueden tener sobre el crecimiento de las empresas a nivel individual y agregado. La [encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación \(SAFE, por sus siglas en inglés\)](#) proporciona información detallada sobre las condiciones de financiación de las empresas de la zona del euro. Esta encuesta se realiza dos veces al año desde 2009 y en ella participan unas 10.000 empresas de toda la zona. En este recuadro se analiza la relación entre la evolución macroeconómica y dos indicadores clave de la SAFE: la variación de la brecha de financiación externa —definida como la diferencia entre la variación de la demanda de financiación externa y la variación de su disponibilidad— y los cambios en las expectativas de las empresas sobre la disponibilidad de préstamos bancarios<sup>1</sup>.

**En la coyuntura actual, las empresas de la zona del euro participantes en la encuesta señalan un aumento de su brecha de financiación y esperan una disminución de la disponibilidad de préstamos bancarios en el futuro (gráfico A).** Desde que comenzó a realizarse la SAFE en 2009, por lo general se ha observado una relación inversa entre las variaciones de la brecha de financiación y los cambios en las expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios. Además, las fases de expansión de la actividad en la zona del euro (es decir, tasas positivas de crecimiento del PIB real) normalmente han coincidido con una reducción de la brecha de financiación de las empresas, así como con un mayor optimismo de estas sobre la disponibilidad futura de préstamos bancarios. En el pasado, la evolución de estos indicadores se ha visto influenciada por el ciclo económico de la zona del euro, así como por la política monetaria del BCE. Durante la crisis de deuda soberana de 2011-2013, la brecha de financiación de las empresas de la zona del euro aumentó de forma acusada, indicando las dificultades que afrontaban para cubrir sus necesidades de financiación externa. Posteriormente, la relajación de la política monetaria del BCE contribuyó al descenso gradual de esta brecha y a la mejora de las expectativas de disponibilidad de crédito bancario. Tras el estallido de la pandemia de coronavirus (COVID-19) en 2020, las condiciones de financiación se deterioraron de forma considerable, pero

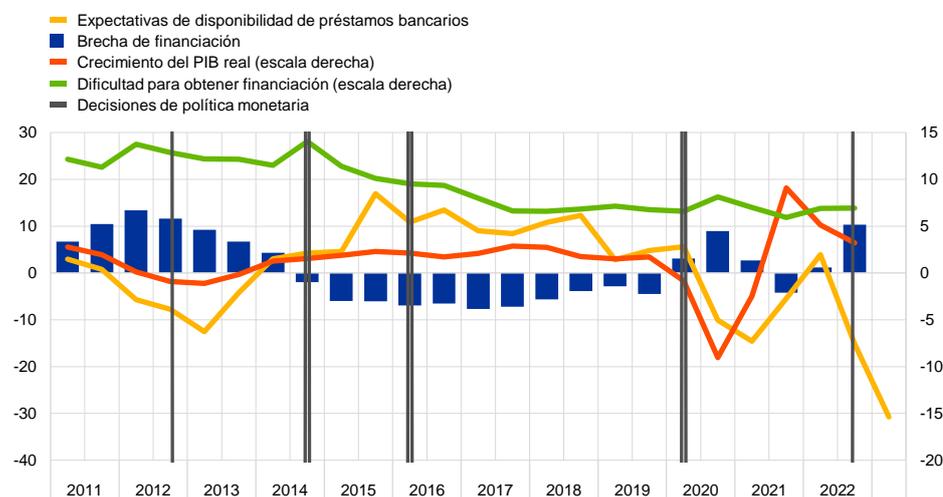
<sup>1</sup> Los préstamos bancarios son la fuente de financiación externa más ampliamente utilizada por las empresas de la zona del euro.

volvieron a estabilizarse gracias al apoyo de la política monetaria y del sector público, por lo que este deterioro fue solo temporal. Más recientemente, en un contexto de debilitamiento del crecimiento económico, alza de la inflación y normalización de la política monetaria, las empresas han empezado a indicar un incremento de la brecha de financiación y anticipan una menor disponibilidad de préstamos bancarios en el período comprendido entre octubre de 2022 y marzo de 2023.

### Gráfico A

Variaciones de la brecha de financiación, expectativas de disponibilidad de préstamos bancarios y dificultades para obtener financiación indicadas por las empresas de la zona del euro, y evolución del crecimiento del PIB real de la zona del euro

(saldos netos ponderados de la brecha de financiación externa, variaciones porcentuales netas de las expectativas de disponibilidad de financiación, tasas de variación anualizadas)



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

Notas: El indicador de la brecha de financiación combina las necesidades de financiación y la disponibilidad de préstamos bancarios en cada empresa. Para cada uno de los cinco instrumentos de financiación, el indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). Un indicador positivo señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados en porcentajes. La primera línea vertical gris indica el anuncio de las operaciones monetarias de compraventa; la segunda, el inicio de la primera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO I) y la política de tipos de interés negativos; la tercera, el inicio de las TLTRO II y del programa de compras de bonos corporativos; la cuarta, el comienzo del programa de compras de emergencia frente a la pandemia y las TLTRO III, y la quinta señala la subida de 50 puntos básicos de los tres tipos de interés oficiales del BCE y la aprobación del Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI) en julio de 2022.

**No obstante, pese a los recientes aumentos del coste de financiación, el acceso a la financiación aún no era un motivo de especial preocupación para las empresas de la zona del euro (gráfico A).** En la última ronda de la encuesta, el porcentaje de empresas que indicó dificultades para obtener préstamos bancarios prácticamente no varió con respecto a encuestas anteriores, debido principalmente

a que la disposición de las entidades financieras a conceder crédito no había cambiado<sup>2</sup>.

**El endurecimiento de la política monetaria incrementa la brecha de financiación de las empresas y reduce sus expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios (gráfico B).** Mediante un ejercicio econométrico se puede realizar una evaluación de carácter más cuantitativo de la transmisión de la política monetaria a las condiciones de financiación de las empresas. Este ejercicio se lleva a cabo utilizando proyecciones locales<sup>3</sup>, que estiman la respuesta de la brecha de financiación de las empresas y de sus expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios (medida a nivel agregado por porcentajes netos de empresas) ante perturbaciones de política monetaria identificadas<sup>4</sup>. En este ejercicio, las perturbaciones de política monetaria se miden por el factor objetivo (*target factor*) de Altavilla *et al.* (2019), que captura las sorpresas relacionadas con los tipos de interés en el tramo corto de la curva de rendimientos en torno a las fechas de anuncio de las decisiones de política monetaria del BCE<sup>5</sup>. El gráfico B muestra que las perturbaciones de política monetaria inciden de forma significativa en la brecha de financiación de las empresas y en sus expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios en un horizonte de dos años. Concretamente, se estima que una perturbación de política monetaria de una desviación típica, que equivale a una variación de 4 puntos básicos del tipo OIS a un mes, incrementaría la brecha de financiación de una empresa media en unos 3 puntos porcentuales durante seis meses<sup>6</sup>. En comparación, la desviación típica de la variación de la brecha de financiación ha sido del 7 % desde 2009. La misma perturbación se traduciría en una disminución de 5 puntos porcentuales del porcentaje neto de empresas que esperan una mejora de la disponibilidad de préstamos bancarios. Los efectos persisten hasta dos años después de la perturbación e indican cómo influyen las decisiones de política monetaria en las condiciones de financiación de las empresas a través de la oferta de crédito. Estos resultados confirman los obtenidos en estudios anteriores de que las expectativas de financiación desempeñan un papel importante en el canal del crédito bancario de

<sup>2</sup> El indicador de dificultades para obtener financiación es la suma de los porcentajes de empresas que señalan que las solicitudes de préstamo fueron rechazadas, de empresas a las que se les concedió el préstamo solo parcialmente y de empresas que rechazaron el préstamo ofertado porque los costes eran demasiado elevados, y del porcentaje de empresas que no solicitaron financiación por temor a que no se la concedieran. Véase [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022](#), BCE, junio de 2022.

<sup>3</sup> Véase Oscar Jorda, «[Estimation and inference of impulse responses by local projections](#)», *American Economic Review*, vol. 95, nº 1, marzo de 2005, pp. 161-182.

<sup>4</sup> La proyección local se obtiene realizando una serie de regresiones especificadas por  $y_{t+h} - y_{t-1} = \alpha^h + b^h \varepsilon_t^{PM} + u_t^h$  por  $h = 0, \dots, 4$ , donde  $y_t$  son las variaciones de la brecha de financiación o de las expectativas de financiación, respectivamente, basadas en la ronda  $t$  de la SAFE. Los coeficientes  $\{b^h\}$  reflejan la función impulso-respuesta de la brecha de financiación o de las expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios ante una perturbación de política monetaria identificada  $\varepsilon_t^{PM}$ .

<sup>5</sup> La perturbación es adecuada en este contexto, ya que las sociedades no financieras suelen recurrir a financiación bancaria con tipos de interés con plazo de fijación inferior a un año. En esta muestra, el *target factor* varía entre -8,6 y 10,4 puntos básicos. Véase C. Altavilla, L. Brugnolini, R. S. Gurkaynak, R. Motto y G. Ragusa, «[Measuring euro area monetary policy](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, diciembre de 2019, pp. 162–179.

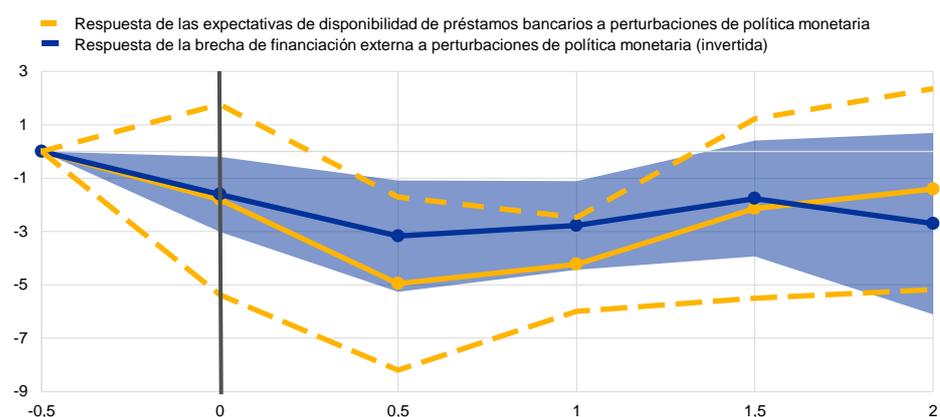
<sup>6</sup> Para situar el ejercicio en perspectiva, la mayor perturbación de política monetaria en el OIS a un mes es de unos 10 puntos básicos en la muestra considerada.

la política monetaria<sup>7</sup>. Cuando las condiciones reales aplicadas a los créditos varían, la relación entre los cambios en la disponibilidad y en la demanda de préstamos bancarios también se ve afectada.

### Gráfico B

Respuesta de la brecha de financiación de las empresas y de las expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios ante una perturbación de política monetaria identificada

(eje de abscisas: años transcurridos desde la perturbación, eje de ordenadas: variaciones con respecto al período anterior a la perturbación en puntos porcentuales)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE), Altavilla *et al.* (2019) y cálculos del BCE.

Notas: Respuesta de la brecha de financiación de las empresas y del porcentaje neto de empresas que señalan que esperan una mejora de la disponibilidad de préstamos bancarios en los seis meses siguientes tras una perturbación de política monetaria de una desviación típica. La perturbación utilizada es el *target factor* de Altavilla *et al.* (2019), que captura las sorpresas de política monetaria en el tramo más corto de la curva OIS en las fechas de anuncio de las decisiones de política monetaria del BCE y en torno a esas fechas. El efecto de las perturbaciones de política monetaria en las variables de la SAFE se estima empleando proyecciones locales (Jorda, 2005). Las áreas sombreadas y punteadas señalan intervalos de confianza del 95 % basados en Newey-West.

**Cuando la brecha de financiación aumenta, las empresas suelen mostrarse más preocupadas por el acceso futuro a la financiación, lo que sugiere que las variaciones que registra esta brecha influyen en sus perspectivas de crecimiento (gráfico C).**

Para determinar si los cambios en las condiciones de financiación afectan a la economía real, una prueba natural es analizar su efecto sobre el sentimiento empresarial. La SAFE mide este sentimiento pidiendo a las empresas que indiquen hasta qué punto les preocupa el acceso a la financiación<sup>8</sup>. En general, las empresas no han considerado que este factor haya sido su principal motivo de preocupación en los últimos años, lo que probablemente se deba al prolongado período de orientación acomodaticia de la política monetaria<sup>9</sup>. No obstante, esta percepción podría cambiar con el actual proceso de normalización de la política monetaria. Se emplean datos a nivel de empresa para estudiar la relación entre la brecha de financiación y la preocupación de las empresas por el acceso a ella. El gráfico C muestra la correlación entre la brecha de financiación y los niveles

<sup>7</sup> Véase A. Ferrando, A. Popov. y G. Udell, «Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions», *European Economic Review*, vol. 149, octubre de 2022.

<sup>8</sup> Las empresas responden en una escala de 1 (nada importante) a 10 (extremadamente importante) a la pregunta sobre la financiación, así como a una selección de otros problemas. El indicador que se obtiene suele utilizarse para determinar la importancia relativa de la financiación con respecto a otros problemas que afectan a las empresas, como el aumento de los costes laborales o de producción, o las dificultades para encontrar clientes.

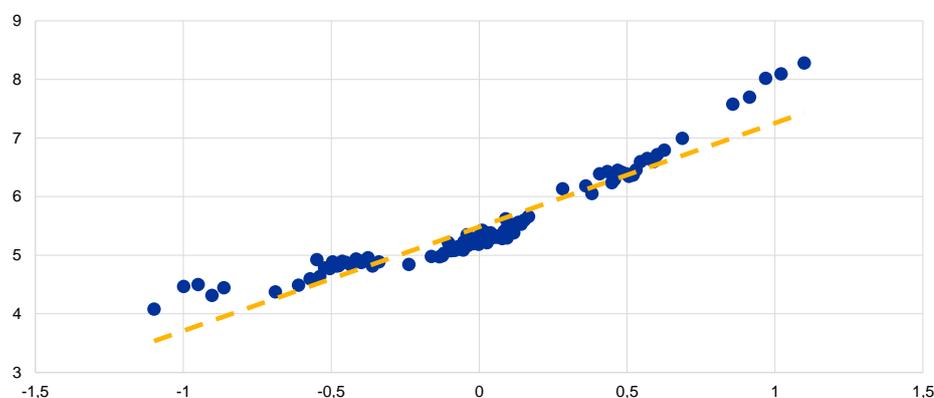
<sup>9</sup> Véase *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022*, BCE, junio de 2022.

de preocupación por el acceso a la financiación. Esta correlación se establece agrupando las respuestas de las empresas en función de su valoración del acceso a la financiación como motivo de preocupación desde 2009, una vez se elimina la variación común por países y períodos de tiempo y se calcula el nivel medio de preocupación a este respecto de cada grupo. Una correlación positiva indica que las empresas con una brecha de financiación elevada perciben el acceso a la financiación como una preocupación más apremiante. Por consiguiente, la brecha de financiación parece ser un factor importante que afecta al sentimiento general de las empresas y es posible que influya en sus perspectivas de crecimiento futuro.

### Gráfico C

#### Relación entre la preocupación por el acceso a la financiación y la brecha de financiación en cada empresa

(eje de abscisas: variación marginal de la brecha de financiación externa, eje de ordenadas: nivel marginal de preocupación)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE.  
Notas: Gráfico de dispersión agrupado de la brecha de financiación de préstamos bancarios en relación con el nivel de preocupación de las empresas por el acceso a la financiación, sujeto a efectos fijos país-período de tiempo.

#### La brecha de financiación y las expectativas de disponibilidad de préstamos bancarios están relacionadas con el crecimiento actual y futuro del PIB real.

Aunque la disponibilidad de financiación externa de las empresas afecta al sentimiento empresarial, es importante investigar su vínculo con los resultados macroeconómicos. La evolución media del crecimiento del PIB de la zona del euro tras producirse variaciones netas en la brecha de financiación y en las expectativas obtenidas de la SAFE como indicadores de cambios en las condiciones de financiación se estima utilizando proyecciones locales<sup>10</sup>. Aunque las estimaciones no pueden considerarse efectos causales, proporcionan una indicación de la evolución media futura después de introducir una variación determinada en los indicadores de la SAFE. El gráfico D muestra que, tras un aumento de 1 punto porcentual en el indicador de la brecha de financiación o una disminución de esta misma magnitud en las expectativas de disponibilidad futura de préstamos bancarios, el PIB real de la zona del euro se reduce, en promedio, en torno a un 0,2 % más el año siguiente en comparación con un escenario en el que estos indicadores de la financiación no varían, y experimenta un ligero efecto adicional

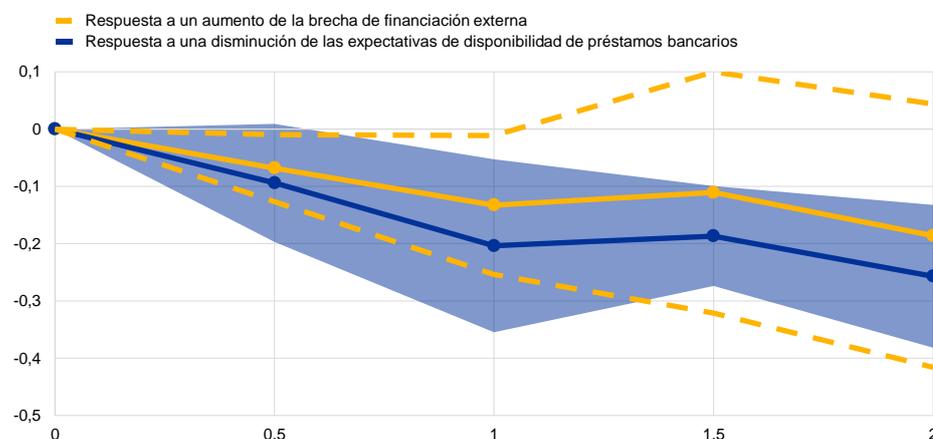
<sup>10</sup> Para más detalles sobre un ejercicio relacionado en el que se evalúa la relación entre la información obtenida de la encuesta sobre préstamos bancarios y los volúmenes futuros de crédito, véase el recuadro titulado «¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022.

durante el año siguiente. Estos efectos se estiman en función del crecimiento actual y retardado del PIB, y, por lo tanto, se utiliza el contenido informativo de la SAFE con independencia de la evolución del ciclo económico observable actualmente. Los efectos estimados son persistentes, en especial si se consideran los cambios en las expectativas de las empresas sobre la disponibilidad de financiación. Esto sugiere que las variables prospectivas de la SAFE, una característica singular de esta encuesta, contienen información de utilidad para entender la evolución futura de la economía de la zona del euro.

### Gráfico D

Evolución media del PIB real de la zona del euro tras un deterioro de las condiciones de financiación o de las expectativas de disponibilidad de préstamos bancarios, con respecto a un escenario sin deterioro

(eje de abscisas: años transcurridos desde la perturbación, eje de ordenadas: crecimiento acumulado con respecto al período anterior a la perturbación, en porcentaje)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE.  
 Notas: Evolución media del crecimiento del PIB real de la zona del euro en términos acumulados tras variaciones de la brecha de financiación de las empresas y del porcentaje neto de empresas que señalan que esperan una mejora de la disponibilidad de préstamos bancarios. Las proyecciones locales (Jorda, 2005) incluyen el crecimiento actual y pasado del PIB como variables de control. Las áreas sombreadas y punteadas señalan intervalos de confianza del 95 % basados en Newey-West.

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 27 de julio y el 1 de noviembre de 2022

Juliane Kinsele y Christian Lizarazo

**En este recuadro se describen la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del BCE durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de reservas de 2022.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 27 de julio y el 1 de noviembre de 2022 (el «período de referencia»), por lo que abarcan el marco temporal en el que se hicieron efectivas las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE.

**Cuando finalizó el período de tipos de interés oficiales negativos en julio de 2022 se produjeron variaciones en diversos factores autónomos, especialmente en los depósitos de las Administraciones Públicas, lo que alteró la composición del exceso de liquidez.** Los factores autónomos netos disminuyeron y el balance del Eurosistema experimentó un reajuste cuando el BCE subió los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos en el quinto período de mantenimiento, lo que puso fin al período de tipos negativos, y en otros 75 puntos básicos en el sexto período de mantenimiento.

**El exceso medio de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro aumentó en 46,5 mm de euros durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de 2022 y alcanzó un nivel récord de 4.569,7 mm de euros.** Este incremento estuvo impulsado, sobre todo, por una disminución de los factores autónomos de absorción de liquidez, y se produjo principalmente en el quinto período de mantenimiento, dado el ascenso ampliamente anticipado del tipo de interés de la facilidad de depósito a terreno positivo a partir del sexto período de mantenimiento. Al mismo tiempo, la liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo durante el período considerado.

### Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, disminuyeron, en promedio, en 96,2 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 2.506,6 mm de euros.** El descenso con respecto a los dos períodos de mantenimiento anteriores se debió casi íntegramente a una reducción de 100 mm de euros —hasta los 2.343,7 mm de euros— de los factores autónomos netos, que obedeció, a su vez, a una disminución de los factores autónomos de absorción de liquidez (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»). Al mismo tiempo, las exigencias de reservas mínimas registraron un aumento solo marginal, de 3,8 mm de euros, hasta los 162,9 mm de euros.

**Durante el período de referencia, los factores autónomos de absorción de liquidez se vieron afectados por las subidas de los tipos de interés oficiales**

**del BCE y, en consecuencia, descendieron 105,3 mm de euros, hasta los 3.280 mm de euros, principalmente debido a la reducción de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los billetes en circulación.** Los depósitos de las Administraciones Públicas (véase la sección del cuadro A titulada «Pasivos») disminuyeron en 97,4 mm de euros, en promedio, durante el período considerado, hasta situarse en 545,3 mm de euros, y el grueso de esta caída tuvo lugar en el quinto período de mantenimiento. Al finalizar el período de tipos de interés oficiales negativos en julio de 2022, y ante la expectativa de que el tipo de la facilidad de depósito se incrementaría y se situaría en un nivel positivo en la reunión de septiembre del Consejo de Gobierno del BCE, los organismos de gestión de la deuda pública optaron por reducir sus colchones de liquidez en el Eurosistema y buscaron vías alternativas para colocar fondos. Con la subida adicional de los tipos de interés oficiales en septiembre y, en particular, del tipo de la facilidad de depósito hasta el 0,75 %, el Consejo de Gobierno decidió eliminar temporalmente el tipo de interés máximo del 0 % aplicado a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas y, en su lugar, remunerar estos depósitos al tipo menor entre el tipo de interés de la facilidad de depósito y el tipo a corto plazo del euro (€STR). Está previsto que esta medida esté en vigor hasta el 30 de abril de 2023. La decisión tuvo el efecto deseado de evitar una nueva salida brusca de depósitos de las Administraciones Públicas al mercado, que podría haber obstaculizado la transmisión de la política monetaria y el funcionamiento ordenado de los mercados. Como consecuencia de esta medida, el nuevo descenso (17,2 mm de euros) de estos depósitos hasta los 536,7 mm de euros observado, en promedio, en el sexto período de mantenimiento, fue solo moderado. Los billetes en circulación disminuyeron, en promedio, en 22,3 mm de euros durante el período de referencia y se situaron en 1.574,5 mm de euros. El fin del entorno de tipos de interés oficiales negativos ha llevado a las entidades de crédito, en particular, a reducir sus tenencias de billetes. Anteriormente, estas entidades habían aumentado sus reservas de efectivo en el contexto de tipos de interés negativos. Ahora que el tipo de la facilidad de depósito se encuentra en terreno positivo, estas tenencias tienen un coste de oportunidad, lo que ha llevado a las entidades a optimizar la gestión de su tesorería y a reducir rápidamente sus tenencias de reservas de efectivo en unos 40 mm de euros entre el final de junio y el final de octubre. La liberación de liquidez a través de la reducción de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los billetes en circulación se vio compensada solo de forma marginal por otros factores autónomos, que aumentaron en 14,5 mm de euros en el período considerado, hasta alcanzar los 1.160,2 mm de euros.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez disminuyeron ligeramente, en 5,4 mm de euros, y se situaron en 936,6 mm de euros.** El aumento de 14,6 mm de euros observado en los activos exteriores netos se vio compensado con creces por el descenso de los activos netos denominados en euros.

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

---

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

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

#### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022						Periodo de referencia anterior: 20 de abril a 26 de julio de 2022	
	Quinto y sexto periodo de mantenimiento		Quinto periodo de mantenimiento: 27 de julio a 13 de septiembre		Sexto periodo de mantenimiento: 14 de septiembre a 1 de noviembre		Tercer y cuarto periodo de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de absorción de liquidez</b>	3.280,0	(-105,3)	3.329,7	(-106,7)	3.230,3	(-99,4)	3.385,3	(+63,4)
Billetes en circulación	1.574,5	(-22,3)	1.585,3	(-18,6)	1.563,7	(-21,6)	1.596,9	(+33,6)
Depósitos de las AAPP	545,3	(-97,4)	553,9	(-113,7)	536,7	(-17,2)	642,7	(-12,4)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	1.160,2	(+14,5)	1.190,5	(+25,6)	1.129,9	(-60,6)	1.145,7	(+42,3)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	<b>1.971,2</b>	<b>(-1.871,8)</b>	<b>3.774,7</b>	<b>(-7,8)</b>	<b>167,6</b>	<b>(-3.607,1)</b>	<b>3.843,0</b>	<b>(+84,3)</b>
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	162,9	(+3,8)	161,4	(+0,5)	164,4	(+3,0)	159,1	(+3,7)
<b>Facilidad de depósito</b>	2.598,5	(+1.918,3)	707,0	(+28,3)	4.490,0	(+3.783,0)	680,2	(-50,2)
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al periodo de referencia o de mantenimiento anterior. Con la suspensión del sistema de dos tramos, se ha eliminado del cuadro la información sobre los tramos exentos.

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

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

#### Activo

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022						Periodo de referencia anterior: 20 de abril a 26 de julio de 2022	
	Quinto y sexto periodo de mantenimiento		Quinto periodo de mantenimiento: 27 de julio a 13 de septiembre		Sexto periodo de mantenimiento: 14 de septiembre a 1 de noviembre		Tercer y cuarto periodo de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de inyección de liquidez</b>	<b>936,6</b>	<b>(-5,4)</b>	<b>891,7</b>	<b>(-58,0)</b>	<b>981,6</b>	<b>(+89,8)</b>	<b>942,0</b>	<b>(+42,0)</b>
Activos exteriores netos	952,9	(+14,6)	950,1	(+6,3)	955,8	(+5,7)	938,3	(+38,1)
Activos netos denominados en euros	-16,3	(-20,0)	-58,3	(-64,3)	25,8	(+84,1)	3,7	(+3,9)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>7.076,3</b>	<b>(-49,6)</b>	<b>7.081,4</b>	<b>(-27,7)</b>	<b>7.071,0</b>	<b>(-10,4)</b>	<b>7.125,9</b>	<b>(+59,5)</b>
Operaciones de mercado abierto	7.076,3	(-49,6)	7.081,4	(-27,7)	7.071,0	(-10,4)	7.125,9	(+59,5)
Operaciones de crédito	2.124,7	(-53,7)	2.126,6	(-23,7)	2.122,7	(-3,9)	2.178,3	(-22,5)
OPF	2,8	(+2,1)	1,7	(+0,7)	4,0	(+2,2)	0,7	(+0,4)
OFPLM a tres meses	1,2	(+0,9)	0,8	(+0,4)	1,6	(+0,8)	0,3	(+0,2)
Operaciones TLTRO III	2.118,7	(-55,9)	2.121,7	(-24,7)	2.115,7	(-6,0)	2.174,6	(-22,6)
Operaciones PELTRO	2,0	(-0,8)	2,4	(-0,2)	1,5	(-0,9)	2,8	(-0,4)
Carteras en firme <sup>1)</sup>	4.951,6	(+4,0)	4.954,8	(-4,0)	4.948,3	(-6,6)	4.947,6	(+82,0)

	Período de referencia actual: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022						Período de referencia anterior: 20 de abril a 26 de julio de 2022	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 27 de julio a 13 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 14 de septiembre a 1 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Facilidad marginal de crédito	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Fuente: BCE.

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

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

### Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022						Período de referencia anterior: 20 de abril a 26 de julio de 2022	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 27 de julio a 13 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 14 de septiembre a 1 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	2.506,6	(-96,2)	2.599,7	(-48,3)	2.413,4	(-186,4)	2.602,8	(+25,3)
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	2.343,7	(-100,0)	2.438,3	(-48,8)	2.249,0	(-189,3)	2.443,7	(+21,6)
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	4.569,7	(+46,5)	4.481,7	(+20,6)	4.657,6	(+175,9)	4.523,1	(+34,1)

Fuente: BCE.

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

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

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

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

### Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

	Período de referencia actual: 27 de julio a 1 de noviembre de 2022						Período de referencia anterior: 20 de abril a 26 de julio de 2022	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 27 de julio a 13 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 14 de septiembre a 1 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
OPF	0,88	(+0,88)	0,50	(+0,50)	1,25	(+0,75)	0,00	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	1,13	(+0,88)	0,75	(+0,50)	1,50	(+0,75)	0,25	(+0,00)
Facilidad de depósito	0,38	(+0,88)	0,00	(+0,50)	0,75	(+0,75)	-0,50	(+0,00)
€STR	0,286	(+0,869)	-0,085	(+0,496)	0,657	(+0,742)	-0,583	(-0,004)
Índice RepoFunds Rate Euro	0,148	(+0,794)	-0,162	(+0,489)	0,459	(+0,621)	-0,646	(-0,008)

Fuente: BCE.

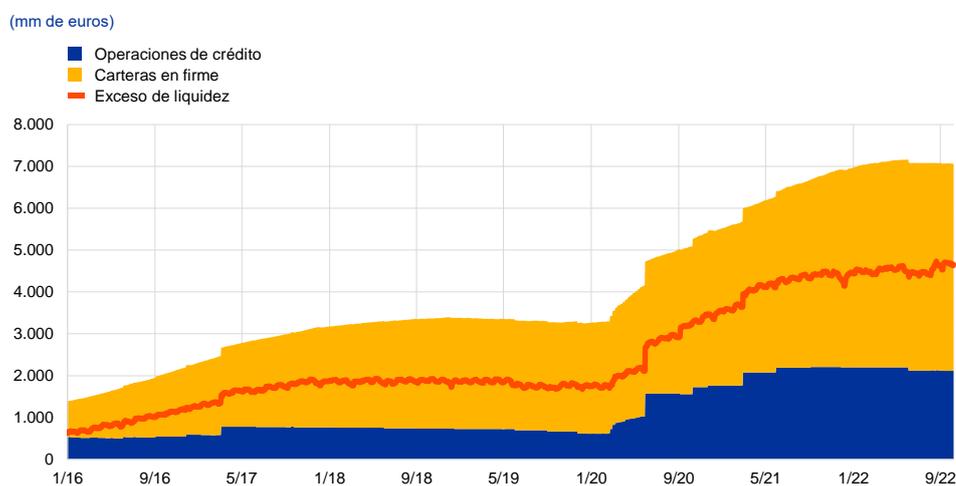
Nota: Las cifras entre paréntesis indican la variación en puntos porcentuales con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria disminuyó en 49,6 mm de euros, hasta un importe de 7.076,3 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** Esta reducción de liquidez obedeció principalmente a la disminución de las operaciones de crédito resultante de los reembolsos voluntarios de fondos de las TLTRO III. Se puso fin a las compras netas de activos realizadas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) del BCE a finales de marzo y a las efectuadas al amparo de su programa de compras de activos (APP) el 1 de julio de 2022, con lo que las carteras en firme ya no proporcionan liquidez adicional<sup>2</sup>.

### Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 1 de noviembre de 2022.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 53,7 mm de euros durante el período de referencia.** Esta disminución refleja principalmente los reembolsos voluntarios por importe de 74 mm de euros y de 6,5 mm de euros de operaciones TLTRO III realizados a finales de junio y septiembre, respectivamente, así como 1,9 mm de euros procedentes de una operación TLTRO III con vencimiento en septiembre. Aunque la liquidación de los reembolsos de operaciones TLTRO III por valor de 74 mm de euros tuvo lugar en el cuarto período de mantenimiento, su efecto en las medias del período se apreció plenamente en el quinto período. Los vencimientos por importe de 0,5 mm de euros y de 1,3 mm de euros de operaciones PELTRO a finales de junio y de septiembre, respectivamente, contribuyeron solo de forma marginal a la reducción observada en el período considerado. Las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, que, en

<sup>2</sup> Aunque las compras netas de activos finalizaron en el período de referencia anterior, el efecto en las medias del período aún se aprecia plenamente en el período de referencia actual. Además, los valores mantenidos en cartera se contabilizan a coste amortizado y se revalorizan al final de cada trimestre, lo que también tiene un impacto en las medias totales y en las variaciones de las carteras en firme.

promedio, registraron aumentos de 2,1 mm de euros y de 0,9 mm de euros, respectivamente, compensaron solo una pequeña parte de la liquidez drenada por los reembolsos de las operaciones TLTRO III y los vencimientos de las operaciones PELTRO.

## Exceso de liquidez

**El exceso medio de liquidez aumentó en 46,5 mm de euros, hasta alcanzar un nuevo máximo de 4.569,7 mm de euros (gráfico A).** El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas y el recurso a la facilidad de depósito neto del recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito.

**Cuando el BCE comenzó a subir los tipos de interés oficiales, las entidades de crédito empezaron a realizar cambios en la distribución del exceso de liquidez entre sus cuentas corrientes en el Eurosistema y la facilidad de depósito.**

Hasta que el BCE elevó el tipo de la facilidad de depósito por encima de cero, la remuneración de la liquidez mantenida en esa facilidad era la misma que la aplicada a la liquidez depositada en las cuentas corrientes por encima del exceso de reservas exento en el marco del sistema de dos tramos. Cuando el BCE incrementó el tipo de interés de la facilidad de depósito hasta el 0,75 % a partir del 14 de septiembre de 2022, las reservas en cuentas corrientes que superaban las exigencias de reservas mínimas continuaron remunerándose al 0 %<sup>3</sup>. Para beneficiarse del tipo de interés positivo de la facilidad de depósito, las entidades debían trasladar el exceso de reservas de sus cuentas corrientes a la facilidad de depósito. Como resultado, los saldos medios en cuenta corriente disminuyeron en 3.607,1 mm de euros en el sexto período de mantenimiento, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito creció en 3.783 mm de euros. La diferencia entre estas dos cifras se explica por el aumento del exceso medio de liquidez debido a la disminución de los factores autónomos de absorción de liquidez. Los saldos medios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas mínimas se cifraron en 167,6 mm de euros en el sexto período de mantenimiento, lo que supone alrededor del doble de la liquidez estrictamente necesaria para cumplir las exigencias de reservas mínimas de 164,4 mm de euros. Ello puede obedecer a fricciones operativas temporales que se espera que se resuelvan con el tiempo para reducir el exceso de reservas remuneradas al 0 %.

**El BCE suspendió su sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de reservas.** Este sistema, por el que el exceso medio de reservas equivalente a hasta seis veces las exigencias de reservas mínimas quedaba exento de la aplicación del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito, resultó innecesario

<sup>3</sup> Durante el período de referencia, las reservas mínimas se remuneraban al tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) del BCE. El 27 de octubre, el BCE anunció que reduciría el tipo de remuneración de las reservas mínimas fijándolo en el aplicado a la facilidad de depósito con efecto al principio del período de mantenimiento de reservas que comenzó el 21 de diciembre de 2022, después del período analizado en este recuadro.

cuando el período de tipos de interés negativos finalizó en julio. Tras subir el tipo de interés de la facilidad de depósito por encima de cero en septiembre, el BCE decidió suspender el sistema de dos tramos fijando el multiplicador en cero.

## Evolución de los tipos de interés

**El €STR aumentó, en promedio, en 87 puntos básicos durante el período de referencia y se situó en el 0,29 % anual.** La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE de julio y de septiembre al mercado monetario sin garantía fue, en general, completa e inmediata. El €STR cotizó, en promedio, 8,5 puntos básicos y 9,3 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito correspondiente durante el quinto y el sexto período de mantenimiento.

**El tipo *repo* medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, registró un alza de casi 79,4 puntos básicos durante el período de referencia, hasta el 0,148 %.** La transmisión al mercado monetario con garantía fue menos fluida que al mercado monetario sin garantía, como sucedió, en particular, cuando se produjo la subida de los tipos de interés oficiales de septiembre. La elevada incertidumbre en torno a cualquier cambio en el comportamiento de los participantes en el mercado durante el proceso de normalización de los tipos de interés, junto con los cambios asociados en los flujos de inversión, presionaron a la baja los tipos *repo* de las operaciones motivadas por la necesidad de colocar efectivo. Con todo, las tensiones observadas en el mercado de *repos* resultaron transitorias y se concentraron mayoritariamente en los activos de garantía emitidos por los Gobiernos alemán y francés. Para el 21 de septiembre, aproximadamente una semana después de que se hiciera efectiva la subida de los tipos de interés oficiales de septiembre, los tipos del mercado monetario con garantía se habían normalizado, en general, ajustándose al nuevo nivel de los tipos de interés oficiales, aunque con un diferencial algo mayor frente al €STR y al tipo de la facilidad de depósito que el período de referencia anterior.

## ¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?

Franziska Huennekes y Petra Köhler-Ulbrich

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (BLS, por sus siglas en inglés) proporciona información valiosa sobre los criterios de concesión y las condiciones de los préstamos bancarios, así como sobre la demanda de crédito, en la zona del euro. La información que se recopila en la encuesta arroja luz sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro a través del canal del crédito bancario. Se basa en una muestra representativa de unas 150 entidades de crédito de la zona. Aunque la información de la encuesta es de carácter cualitativo, las respuestas de las entidades participantes están estrechamente relacionadas con la evolución real del crecimiento y de los tipos de interés de los préstamos. La BLS resulta de especial utilidad para la política monetaria porque proporciona indicaciones tempranas de cambios en los criterios de aprobación, en las condiciones y en la demanda de crédito bancario antes de que dichos cambios se reflejen en la evolución real de los préstamos<sup>1</sup>. En este recuadro se describe cómo esta encuesta puede ofrecer indicaciones tempranas sobre la dinámica de los préstamos a las empresas y a los hogares para adquisición de vivienda en la zona del euro.

Los datos de la BLS proporcionan información oportuna sobre las condiciones del crédito bancario y la demanda de préstamos. Las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas contestan al cuestionario en torno al final de cada trimestre. El BCE publica los datos agregados de la encuesta tres semanas después de la fecha de recepción de las respuestas. Este corto desfase en la publicación de los resultados en comparación con otros datos estadísticos hace que la BLS proporcione información adelantada sobre aspectos clave de la evolución del crédito en la zona del euro. Esta información ha sido particularmente valiosa para identificar puntos de inflexión en las condiciones crediticias y para analizar la evolución de los préstamos durante períodos excepcionales. Por ejemplo, cuando comenzó la pandemia de coronavirus en 2020, la BLS proporcionó señales tempranas de que se había producido un incremento acusado de la demanda de préstamos como consecuencia de las mayores necesidades de financiación a corto plazo de las empresas (gráfico A), así como una disminución sustancial de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda por parte de los hogares, debido principalmente a la caída de la confianza de los consumidores<sup>2</sup>. La BLS también proporcionó información oportuna acerca del impacto de la guerra de Rusia

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «[What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019. Véase también G. De Bondt, A. Maddaloni, J. L. Peydró y S. Scopel, «[The euro area bank lending survey matters – empirical evidence for credit and output growth](#)», *Working Paper Series*, n.º 1160, BCE, febrero de 2010.

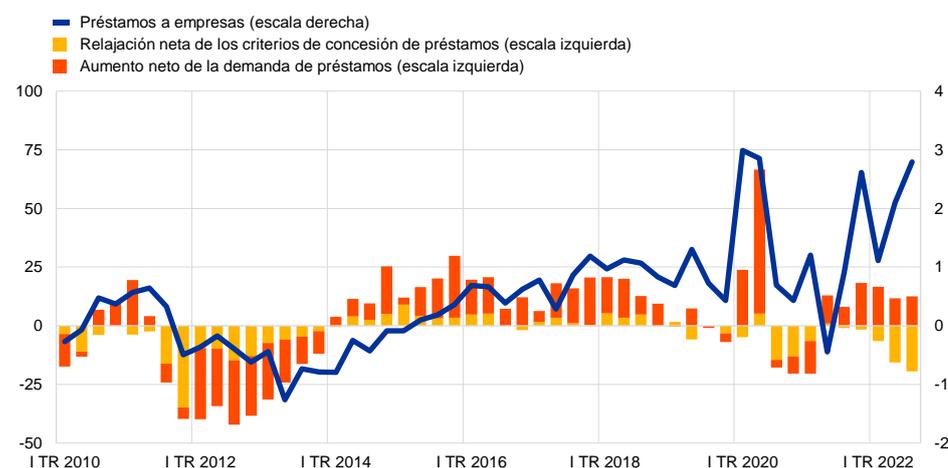
<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «[Cambios en los factores determinantes de la demanda de préstamos por parte de las empresas en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

en Ucrania y de la escalada de los costes de la energía sobre las condiciones de financiación bancaria en 2022. Esta información puso de manifiesto un endurecimiento neto de los criterios de aprobación, que fundamentalmente obedeció al aumento de la percepción de riesgos de las entidades en un contexto de elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas y de preocupación sobre la solvencia de los prestatarios. Aunque la mayoría de las preguntas de la BLS son retrospectivas, también se incluyen varias de carácter prospectivo sobre las expectativas de las entidades en relación con los criterios de aprobación y la demanda de préstamos en los tres meses siguientes, lo que permite valorar cómo evolucionarán las condiciones crediticias futuras basándose directamente en las expectativas de las entidades.

### Gráfico A

#### Crecimiento de los préstamos e indicadores de la BLS en las empresas de la zona del euro

(escala izquierda: porcentaje neto de entidades en los tres meses anteriores; escala derecha: tasa de crecimiento intertrimestral en porcentaje)



Fuente: BCE (BLS y estadísticas obtenidas de partidas del balance [BSI, por sus siglas en inglés]).

Notas: «Préstamos a empresas» se refiere al crecimiento intertrimestral neto de los préstamos a sociedades no financieras. Por lo que se refiere a los criterios de concesión de préstamos, los porcentajes netos se definen como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que los criterios se han relajado y el porcentaje que señala que se han endurecido. En cuanto a la demanda de préstamos, los porcentajes netos se definen como la diferencia entre el porcentaje de empresas que comunican un aumento y las que señalan una disminución.

**La BLS también contribuye a separar la oferta de la demanda de crédito en la evolución crediticia.** Los trabajos analíticos sobre la oferta y la demanda de préstamos y posibles restricciones crediticias han sido especialmente importantes para entender la evolución del crédito durante la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana<sup>3</sup>. Esta encuesta también ha desempeñado un papel relevante en la

<sup>3</sup> Véase, por ejemplo, C. Altavilla, M. Darracq Pariès y G. Nicoletti, «Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis», *Journal of Banking and Finance*, vol. 109, 2019, donde los autores construyen un indicador de la oferta de préstamos basado en la BLS y lo utilizan para identificar el impacto de perturbaciones que afectan a la oferta de crédito sobre la actividad económica real de la zona del euro. Entre otros ejemplos de estudios analíticos sobre la oferta de préstamos basados en la BLS se encuentran, por ejemplo, H. Hempell y C. Kok Sorensen, «The impact of supply constraints on bank lending in the euro area – crisis induced crunching?», *Working Paper Series*, n.º 1262, BCE, noviembre de 2010, y A. Maddaloni y J.L. Peydró, «Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. lending standards», *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n.º 6, 2011, pp. 2121-2165.

evaluación del impacto de las medidas de política monetaria del BCE —como las compras de activos y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO)— en la oferta y la demanda de préstamos bancarios<sup>4</sup>. En general, la BLS ha demostrado ser una herramienta de gran utilidad para entender y analizar la evolución de las condiciones del crédito bancario en la zona del euro. Dentro de esta variedad tan amplia de temas, este recuadro se centra en una característica concreta de la BLS, que son sus propiedades como indicador adelantado para predecir el crecimiento de los préstamos.

**Los cambios en los criterios de concesión y en la demanda de préstamos que presenta la BLS tienen propiedades de indicador adelantado del crecimiento futuro de los préstamos a empresas.** Para obtener una primera indicación de la información que proporciona la BLS sobre el crecimiento futuro de los préstamos conviene considerar las correlaciones cruzadas entre los indicadores de la encuesta con diferentes adelantos y los datos sobre el crecimiento real de los préstamos. En el caso de los préstamos a empresas, la correlación cruzada entre los criterios de concesión y el crecimiento interanual de los préstamos es más elevada cuando el indicador de la BLS se adelanta entre cinco y seis trimestres al crecimiento real de los préstamos (panel a del gráfico B). Dicho de otro modo, un endurecimiento de los criterios de aprobación suele plasmarse en un crecimiento más débil de los préstamos alrededor de cinco a seis trimestres después. En cuanto a la demanda de crédito, la correlación máxima es más elevada que en el caso anterior, y con un adelanto menor, de unos tres trimestres. El adelanto de más trimestres entre los criterios de concesión y la evolución real de los préstamos es coherente con el hecho de que las entidades financieras fijan los criterios de aprobación antes de negociar los préstamos. En cambio, las necesidades de financiación de las empresas, según indica la demanda de crédito, se transmiten con más rapidez a la evolución del crecimiento real de los préstamos.

---

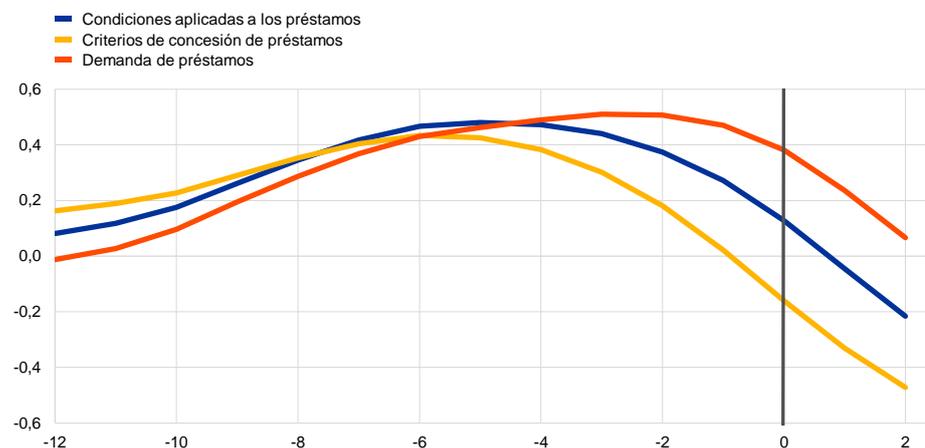
<sup>4</sup> Véanse, por ejemplo, C. Altavilla, M. Boucinha, S. Holton y S. Ongena, «Credit Supply and Demand in Unconventional Times», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 53, n.º 8, 2021, y D. C. Andreeva y M. García-Posada «The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition», *Journal of Banking and Finance*, vol. 122, 2021.

## Gráfico B

### Correlaciones cruzadas entre el crecimiento de los préstamos y los indicadores de la BLS para las empresas y los hogares de la zona del euro

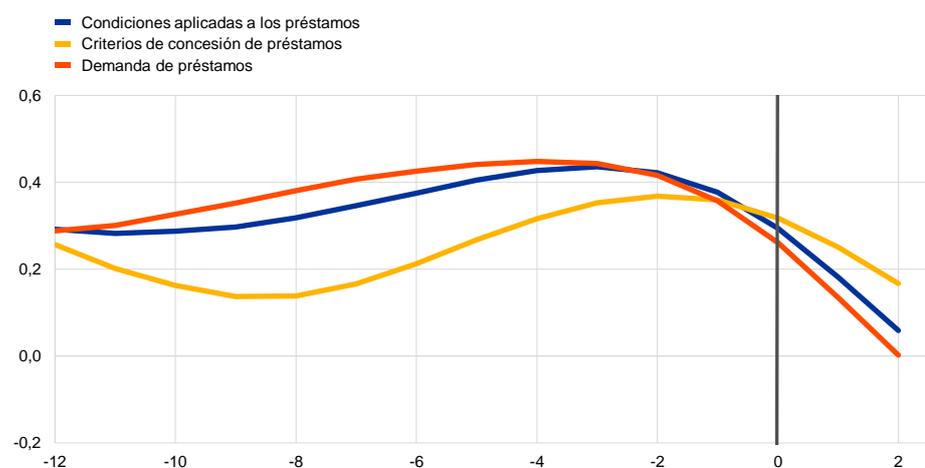
#### a) Préstamos a empresas

(eje de ordenadas: coeficiente de correlación; eje de abscisas: desfase de los indicadores de la BLS en relación con el crecimiento de los préstamos, en trimestres)



#### b) Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(eje de ordenadas: coeficiente de correlación; eje de abscisas: desfase de los indicadores de la BLS en relación con el crecimiento de los préstamos, en trimestres)



Fuente: BCE (BLS y estadísticas obtenidas de partidas del balance)

Notas: El gráfico ilustra la correlación entre los indicadores agregados de la BLS, basados en la muestra de unas 150 entidades de crédito, y la tasa de crecimiento interanual de los préstamos (crecimiento neto de los préstamos) concedidos a las sociedades no financieras (panel a) y a los hogares para adquisición de vivienda (panel b). Los indicadores de la BLS pueden anticipar el crecimiento del crédito (valor negativo en el eje de ordenadas) o presentar un retraso respecto a dicho crecimiento (valor positivo). «Condiciones aplicadas a los préstamos» se refiere al aumento neto de la demanda de préstamos deducido el endurecimiento neto de los criterios de concesión. Los «criterios de concesión de préstamos» se han invertido, es decir, los porcentajes netos se han definido como la proporción de entidades que señalan una relajación menos la proporción que indica un endurecimiento. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos se calcula como la suma de los flujos de préstamos durante los doce meses anteriores dividida por el saldo vivo de préstamos doce meses antes. Los indicadores de la BLS son medias móviles de cuatro trimestres. Los préstamos a empresas están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*).

**Además de las correlaciones simples mencionadas anteriormente, la información que proporcionan los indicadores de la BLS sobre el crecimiento futuro de los préstamos puede valorarse analizando su capacidad para predecir el crecimiento real del crédito.** En comparación con un modelo autorregresivo en el que el crecimiento de los préstamos se predice por su propio desfase, un modelo que incluye indicadores de la BLS mejora la previsión de dicho

crecimiento para las empresas de la zona del euro (panel a del gráfico C). Si bien, individualmente, los criterios de concesión y la demanda de préstamos mejoran las previsiones sobre la evolución de los préstamos, si ambos se combinan en un indicador de condiciones aplicadas a los préstamos, el comportamiento de las predicciones mejora adicionalmente con el tiempo, es decir, en promedio, el error de predicción es más reducido. También se dispone de una evidencia similar para los distintos países de la zona del euro sobre la información que proporciona la BLS acerca del crecimiento futuro de los préstamos<sup>5</sup>.

---

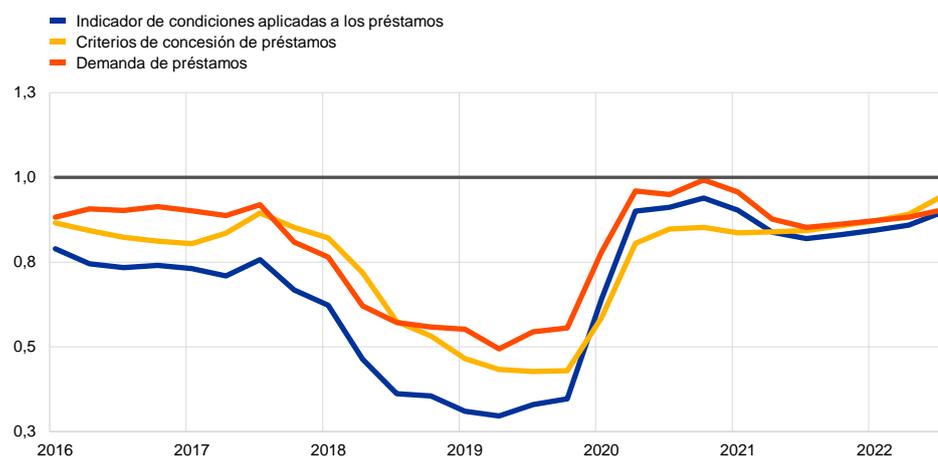
<sup>5</sup> Véanse «Negative interest rate policy period and pandemic as reflected in the Bank Lending Survey», Monthly Report, *Deutsche Bundesbank*, septiembre de 2022, y G. Leveuge, «On the coherence and the predictive content of the French Bank Lending Survey's indicators», *Working Paper Series*, Banque de France, n.º 567, agosto de 2015.

## Gráfico C

### Propiedades de la BLS como indicador adelantado del crecimiento futuro de los préstamos a empresas de la zona del euro

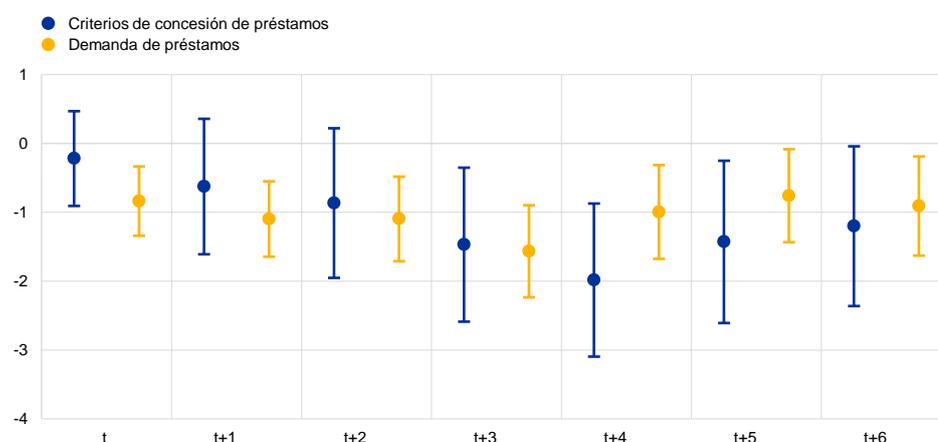
#### a) Comportamiento de los indicadores de la BLS en la predicción del crecimiento agregado de los préstamos

(ratio de la raíz del error cuadrático medio de la predicción fuera de la muestra del crecimiento de los préstamos basada en modelos con y sin indicadores de la BLS)



#### b) Impacto de los cambios en los criterios de concesión y en la demanda de préstamos sobre el crecimiento de los préstamos a nivel de entidades de crédito individuales

(impacto sobre el crecimiento interanual de los préstamos en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE (BLS y estadísticas de partidas del balance para el panel a; datos individuales de la BLS y estadísticas de partidas del balance individuales para el panel b) y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra el comportamiento de los indicadores de la BLS en la predicción del crecimiento interanual de los préstamos en un horizonte de dos trimestres. Los valores inferiores a 1 indican que, si un modelo autorregresivo puro se amplía incluyendo los indicadores de la BLS, la precisión de la predicción mejora. El crecimiento interanual de los préstamos se define como los flujos netos de préstamos durante los doce meses anteriores divididos por el saldo vivo de préstamos doce meses antes, ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Los modelos se estiman para ventanas móviles de diez años. Las raíces de los errores cuadráticos medios se calculan para ventanas móviles de cuatro años. En el panel b se muestra el impacto sobre el crecimiento interanual de los préstamos en los períodos  $t+i$ , con los indicadores de la BLS medidos en el período  $t$ . Los efectos se refieren a las entidades de crédito que contestan que los criterios de concesión se han relajado o no se han modificado, o que la demanda de préstamos ha aumentado o no ha variado. Los coeficientes son el resultado de una regresión en la que la variable dependiente es el crecimiento interanual de los préstamos netos concedidos a empresas y las variables explicativas son los respectivos desfases en los criterios de concesión y la demanda de préstamos señalados por las entidades participantes en la encuesta, tres desfases respecto a la variable dependiente y efectos fijos entidad de crédito y país-tiempo. La muestra incluye 149 entidades de crédito y abarca el período comprendido entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2022.

### La BLS contiene información sobre el crecimiento futuro de los préstamos, no solo a nivel agregado, sino también de las entidades de crédito individuales.

Las estimaciones a nivel de entidad muestran que en aquellas que declaran un endurecimiento de los criterios de concesión, el crecimiento real de los préstamos a

empresas disminuye de manera significativa entre tres y seis trimestres después del endurecimiento en comparación con las entidades que indican que los criterios se han relajado o no se han modificado (panel b del gráfico C). Al mismo tiempo, en el caso de las entidades que en la BLS señalan una reducción de la demanda de préstamos, el crecimiento real de los préstamos a empresas es menor en ese mismo trimestre y en los siguientes respecto al de las entidades que manifiestan que la demanda no ha variado o ha aumentado<sup>6</sup>. Esto muestra que la relación más contemporánea entre la demanda de préstamos y su crecimiento real en las correlaciones cruzadas de la serie agregada también es válida a nivel de entidades individuales.

**Por lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda, los indicadores de la BLS también ofrecen información valiosa sobre su crecimiento futuro, aunque con menos anticipación y con una correlación algo más débil que en el caso de los préstamos a empresas.** En concreto, la correlación cruzada entre los criterios de concesión y el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda muestra que el indicador de la BLS solo presenta un ligero adelanto con respecto al crecimiento real de estos préstamos (un máximo de unos dos trimestres; panel b del gráfico B). En cuanto a la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, la correlación cruzada con el crecimiento de esta modalidad de crédito suele ser más elevada que cuando se utilizan los criterios de aprobación, y alcanza un máximo algo antes, con un adelanto de tres a cuatro trimestres. En conjunto, la correlación de los indicadores de la BLS con el crecimiento neto de los préstamos es, en general, más débil para los préstamos para adquisición de vivienda que para el crédito a empresas. No obstante, es posible que esta diferencia esté relacionada con el hecho de que los reembolsos de préstamos para adquisición de vivienda fueron considerables unos diez años después del auge que registró el mercado de la vivienda antes de la crisis financiera global, lo que estuvo lastrando el crecimiento neto de estos préstamos<sup>7</sup>. De hecho, la correlación es más intensa tanto en los criterios de concesión como en la demanda de préstamos para adquisición de vivienda cuando se consideran solo las nuevas operaciones (un máximo de alrededor de 0,6 en ambos casos, con un adelanto de cuatro trimestres), lo que también es coherente con el hecho de que en la BLS se pida a las entidades de crédito que indiquen préstamos brutos.

**La información obtenida en la BLS también contribuye a mejorar las previsiones sobre el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda.** A diferencia de las predicciones sobre el crédito a empresas, las relativas al crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda ofrecen mejores resultados si se incluye la demanda de préstamos que si se utilizan los criterios de concesión (panel a del gráfico D). Esto es acorde con el hecho de que la correlación

<sup>6</sup> Estos resultados muestran que las respuestas de las entidades a las preguntas relacionadas con los criterios de concesión y con la demanda de préstamos por parte de empresas no solo contribuyen a mejorar las previsiones de crecimiento de los préstamos en términos agregados, sino que también contienen información valiosa sobre los cambios en los volúmenes de préstamo de las entidades individuales. Es importante señalar que esto es válido incluso si se tienen en cuenta la evolución pasada, factores específicos de las entidades y la evolución macroeconómica nacional, que pueden influir en los mercados de crédito en los que operan las entidades.

<sup>7</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución de la concesión de préstamos hipotecarios en la zona del euro», *Boletín Económico*, BCE, número 5, 2018.

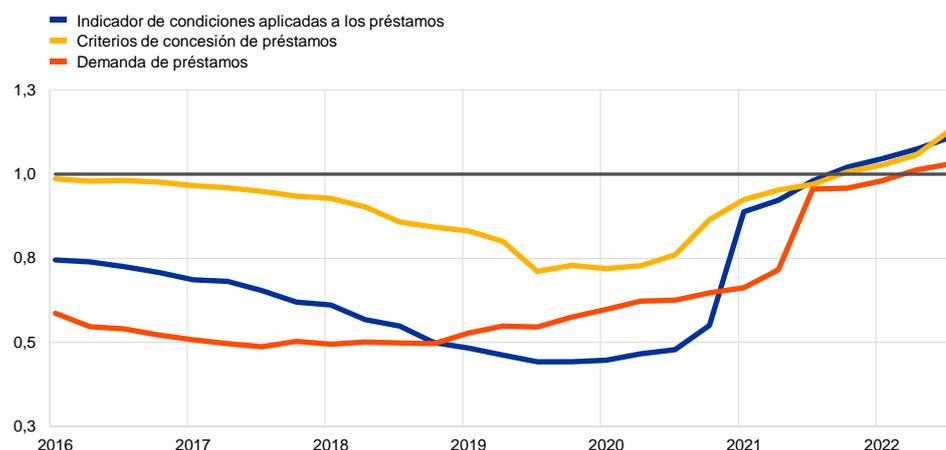
cruzada del crecimiento neto de los préstamos para adquisición de vivienda es menor con los criterios de concesión que con la demanda de préstamos, como se ha señalado anteriormente. La demanda de crédito también contribuye a predecir el crecimiento futuro de estos préstamos a nivel de entidades: las que indican una caída de la demanda registran un crecimiento más bajo de los préstamos en los trimestres siguientes que las que declaran que la demanda no ha variado o ha aumentado (panel b del gráfico D). En cambio, los criterios de concesión son menos relevantes para predecir el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, no solo a nivel agregado sino también en entidades individuales.

## Gráfico D

### Propiedades de la BLS como indicador adelantado del crecimiento futuro de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda de la zona del euro

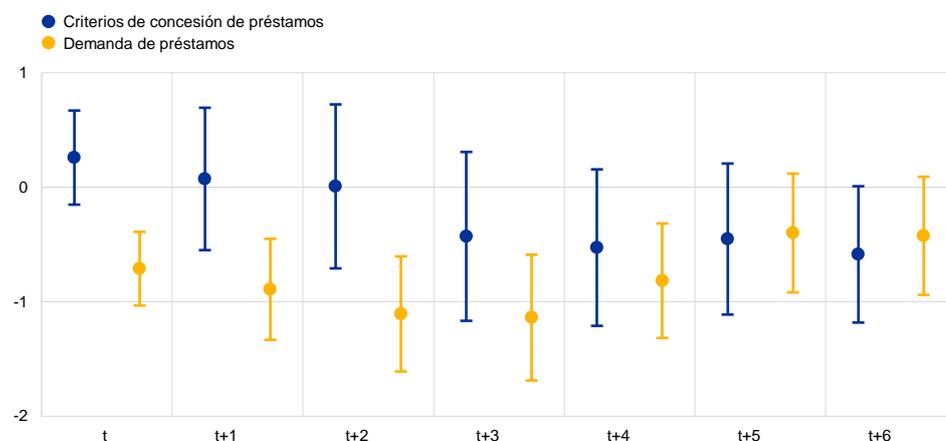
#### a) Comportamiento de los indicadores de la BLS en la predicción del crecimiento agregado de los préstamos

(ratio de la raíz del error cuadrático medio de la predicción fuera de la muestra del crecimiento de los préstamos basada en modelos con y sin indicadores de la BLS)



#### b) Impacto de los cambios en los criterios de concesión y en la demanda de préstamos sobre el crecimiento de los préstamos a nivel de entidades individuales

(impacto sobre el crecimiento interanual de los préstamos en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE (BLS y estadísticas de partidas del balance para el panel a; datos individuales de la BLS y estadísticas de partidas del balance individuales para el panel b) y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra el comportamiento de los indicadores de la BLS en la predicción del crecimiento interanual de los préstamos en el horizonte con la raíz del error cuadrático promedio más baja (dos trimestres para los criterios de concesión, cinco trimestres para la demanda de préstamos y tres trimestres para las condiciones aplicadas a los préstamos). Los valores inferiores a 1 indican que, si un modelo autorregresivo puro se amplía con los indicadores de la BLS, la precisión de la predicción mejora. El crecimiento interanual de los préstamos se define como los flujos netos de préstamos durante los doce meses anteriores divididos por el saldo vivo de préstamos doce meses antes. Los modelos se estiman para ventanas móviles de diez años. Las raíces del error cuadrático medio se calculan para ventanas móviles de cuatro años. En el panel b se muestra el impacto sobre el crecimiento interanual de los préstamos en los periodos t+i, y los indicadores de la BLS se miden en el periodo t. Los efectos se refieren a entidades de crédito que contestan que los criterios de concesión se han relajado o no se han modificado, o que la demanda de préstamos ha aumentado o no ha variado. Los coeficientes son el resultado de una regresión en la que la variable dependiente es el crecimiento interanual de los préstamos netos a hogares para adquisición de vivienda y las variables explicativas son los desfases respectivos en relación con los criterios de concesión y la demanda de préstamos declarados por las entidades participantes en la encuesta, tres desfases de la variable dependiente y efectos fijos entidad de crédito y país-tiempo. La muestra incluye 140 entidades de crédito y abarca el periodo comprendido entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2022.

**En vista de estas conclusiones, la BLS apunta actualmente a una desaceleración del crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda en la zona del euro en los próximos trimestres. En los tres primeros trimestres de 2022, las entidades encuestadas señalaron un**

endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos a empresas<sup>8</sup>. En particular, el endurecimiento neto del segundo y el tercer trimestre fue superior al observado durante la pandemia de coronavirus (que se vio amortiguado por la intervención del sector público en forma de programas de avales públicos y otras medidas de apoyo fiscal, así como por las medidas de política monetaria y por las adoptadas por las autoridades supervisoras), aunque se mantuvo por debajo del endurecimiento neto registrado durante la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana<sup>9</sup>. Los principales factores determinantes de este endurecimiento fueron el aumento de la percepción de riesgos y la menor tolerancia al riesgo de las entidades, debido a la preocupación por el empeoramiento de las perspectivas económicas generales y de la solvencia de los prestatarios. Los mayores costes de financiación y la menor disponibilidad de fondos de las entidades también contribuyeron al endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda. Este efecto se intensificó durante los tres primeros trimestres de 2022 como consecuencia de la normalización en curso de la política monetaria. Todo ello refleja la utilidad de la encuesta para valorar la transmisión de la política monetaria del BCE a las empresas y los hogares de la zona del euro a través del canal del crédito bancario. Al mismo tiempo, las entidades participantes en la encuesta señalaron que, en general, la demanda de préstamos por parte de empresas continuó incrementándose en los tres primeros trimestres de 2022, fundamentalmente debido a sus mayores necesidades de financiación de capital circulante y existencias. En la BLS de octubre de 2022, las entidades manifestaron que en el cuarto trimestre de 2022 esperaban un fuerte endurecimiento neto adicional de los criterios de concesión, pero una disminución neta de la demanda de préstamos a empresas. En conjunto, estos resultados apuntan a un menor crecimiento de los créditos al sector empresarial en 2023<sup>10</sup>. En cuanto a los préstamos para adquisición de vivienda, las entidades indicaron una reducción neta considerable de la demanda en el tercer trimestre de 2022, tras una disminución más moderada en el trimestre precedente. Esta evolución, junto con el acusado endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda en el segundo y el tercer trimestre de 2022, sugiere un marcado descenso del crecimiento real de estos préstamos en los próximos trimestres. De hecho, ya se observan señales de un punto de inflexión en el crecimiento real de esta modalidad de crédito.

---

<sup>8</sup> La evidencia obtenida de la BLS a partir de las respuestas de las entidades encuestadas es acorde con la evidencia más reciente procedente de la Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés), en la que las empresas participantes señalaron un aumento de su brecha de financiación para el período comprendido entre abril y septiembre de 2022 y expectativas de disminución de la disponibilidad de préstamos bancarios en el período entre octubre de 2022 y marzo de 2023. Véase el recuadro titulado «[El acceso de las empresas a la financiación y el ciclo económico: evidencia de la encuesta SAFE](#)» en este Boletín Económico.

<sup>9</sup> Véanse los informes de la BLS sobre estos trimestres en el [sitio web del BCE](#).

<sup>10</sup> Sin perjuicio de la información que proporcionan los indicadores de la BLS sobre el crecimiento real de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda, se ha de tener presente que la evolución prevista se obtiene únicamente a partir de las expectativas de las entidades participantes en la encuesta (sin factores que expliquen en qué se basan) por lo que podrían verse modificadas por cambios futuros en el contexto macroeconómico y en el panorama económico general.

## 8 Implicaciones para la política fiscal de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2023

Johannes Simeon Bischl, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Steffen Osterloh

**El 22 de noviembre de 2022, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2023**<sup>1</sup>. Dado que la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) continuará aplicándose en 2023, en la evaluación, la Comisión ha seguido el mismo enfoque que en los dos años anteriores, y se ha centrado en valorar el cumplimiento de los proyectos de planes presupuestarios con las recomendaciones de política fiscal que son de carácter más cualitativo que cuantitativo<sup>2</sup>. Estas recomendaciones fueron adoptadas por el Consejo el 12 de julio de 2022. En esos momentos, el Consejo también pidió a los países de la zona que adoptaran políticas fiscales diferenciadas en 2023. En particular, recomendó a los países con un nivel elevado de deuda pública que garanticen una política fiscal prudente. En la práctica, esto significa mantener el crecimiento del gasto corriente primario financiado a nivel nacional, excluidas las medidas discrecionales relativas a los ingresos, por debajo del crecimiento del producto potencial a medio plazo. A los países de la zona del euro con un nivel de deuda bajo o medio se les recomendó asegurar que el crecimiento del gasto corriente financiado a nivel nacional esté en consonancia con una orientación general neutra de la política fiscal. En ambos casos se reconocía que los planes de gasto de los Gobiernos deberían tener en cuenta la continuación del apoyo temporal y específico a los hogares y empresas a través de medidas compensatorias relacionadas con la energía, y a las personas que huyen de la guerra causada por la agresión de Rusia a Ucrania. También se pidió a los países de la zona del euro que aumentaran la inversión pública en los ámbitos de las transiciones ecológica y digital y de la seguridad energética<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Véase «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo y al Banco Central Europeo relativa a los proyectos de planes presupuestarios para 2023: evaluación general», Comisión Europea, 22 de noviembre de 2022; y «Recomendación del Consejo sobre la política económica de la zona del euro», Comisión Europea, 22 de noviembre de 2022. Los proyectos de planes presupuestarios de Italia y Letonia, que fueron presentados por los Gobiernos salientes, contemplaban la «continuación de las políticas», por lo que no fueron evaluados por la Comisión cuando elaboró su paquete de otoño. Tras la presentación de una actualización el 21 de noviembre de 2022, la Comisión publicó un dictamen sobre el proyecto de plan presupuestario de Italia el 14 de diciembre de 2022.

<sup>2</sup> La cláusula general de salvaguardia se introdujo como parte de la reforma del PEC asociada al paquete legislativo denominado «six-pack» en 2011. Esta cláusula puede activarse en caso de que se produzca una circunstancia inusual sobre la cual no tenga ningún control el Estado miembro afectado y que incida de manera significativa en la situación financiera de las Administraciones Públicas, o en períodos de grave recesión económica para la zona del euro o para la UE en su conjunto. Su activación permite que los Estados miembros se desvíen temporalmente de las exigencias de ajuste presupuestario establecidas en los componentes preventivo y corrector del Pacto, siempre que ello no ponga en peligro la sostenibilidad fiscal a medio plazo.

<sup>3</sup> Aparte de las Recomendaciones del Consejo, en su [declaración sobre las orientaciones de política fiscal para 2023 del 11 de julio de 2022](#), el Eurogrupo consideró que, en el caso de la zona del euro, el apoyo a la demanda global a través de las políticas fiscales en 2023 no estaba justificado en vista de las circunstancias económicas predominantes, sobre todo la dinámica inflacionista.

**Al evaluar si los planes presupuestarios para 2023 siguen las recomendaciones del Consejo, la Comisión se centró en el cumplimiento por parte de los países de un indicador desarrollado en el contexto de la crisis del coronavirus (COVID-19) que ajusta el valor de referencia del gasto establecido en el PEC<sup>4</sup>.** Primero, este indicador tiene en cuenta el gasto financiado con subvenciones procedentes del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) o con otros fondos de la UE. Estas fuentes de financiación proporcionan un impulso fiscal a la economía, pero no quedan reflejadas en los saldos presupuestarios de los países de la zona del euro, ya que se registran a la vez como ingreso y como gasto. Segundo, el indicador excluye las medidas de emergencia temporales aplicadas para hacer frente a la pandemia de COVID-19. Es importante señalar que el gasto agregado en el que se basa el indicador incluye las medidas de gasto adoptadas en respuesta a la crisis energética y la inversión pública financiada a nivel nacional. La Comisión examinó el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Consejo del 12 de julio de 2022 a partir de la evaluación de la evolución de estas partidas del gasto.

**A juicio de la Comisión, los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2023 se ajustan, en líneas generales, a las recomendaciones de política fiscal del Consejo, salvo contadas excepciones.**

Entre los países con un nivel de deuda elevado, la Comisión consideró que el proyecto de plan presupuestario de Bélgica solo se ajusta en parte a la recomendación, ya que el crecimiento del gasto corriente financiado a nivel nacional supera el crecimiento del producto potencial. En cuanto a Portugal, aunque su evaluación fue positiva, en general, la Comisión estimó que corre el riesgo de ajustarse solo parcialmente a la recomendación en caso de que las medidas compensatorias relacionadas con la energía no se retiren según lo previsto<sup>5</sup>. En el grupo de países con un nivel bajo o medio de deuda pública, se consideró que los proyectos de planes presupuestarios de Alemania, Estonia, Lituania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Eslovenia y Eslovaquia se ajustan en parte a la recomendación, dadas las contribuciones más expansivas que neutras de su gasto corriente neto financiado a nivel nacional a la orientación general de las políticas fiscales en 2023<sup>6</sup>. Todos los países de la zona del euro tienen previsto financiar la inversión pública destinada a las transiciones ecológica y digital y a la seguridad

<sup>4</sup> La Comisión calcula este indicador que refleja la orientación de las políticas fiscales examinando el incremento interanual del gasto neto en relación con el crecimiento potencial a diez años y la tasa de crecimiento del deflactor del PIB. A raíz de las recomendaciones del Consejo sobre los programas de estabilidad de 2021, el componente de gasto agregado neto subyacente se ajustó para incluir el gasto financiado con subvenciones del MRR y otros fondos de la UE, y excluir las medidas de emergencia temporales relacionadas con la crisis del COVID-19. Además de la contribución del gasto financiado por la UE, en la evaluación, la Comisión incluye las aportaciones a la orientación fiscal general procedentes de diferentes componentes del gasto agregado financiados a nivel nacional, en concreto: i) inversiones, ii) otros gastos de capital, y iii) gasto primario corriente (excluidas las medidas discrecionales relativas a los ingresos). Este indicador es diferente del que se ha utilizado tradicionalmente para evaluar la orientación de la política fiscal en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) basado en el concepto de saldo primario ajustado de ciclo (véase la sección 6 de este Boletín Económico).

<sup>5</sup> En relación con la evaluación general de la Comisión del proyecto de plan presupuestario de Portugal, en la [declaración del Eurogrupo sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2023](#) del 5 de diciembre de 2022 se destacaban los avances de este país en la reducción del déficit y la deuda.

<sup>6</sup> Según el análisis de la Comisión, en el caso de los Países Bajos, aunque la contribución del gasto corriente primario financiado a nivel nacional a la orientación de la política fiscal es globalmente neutra, la orientación general de la política fiscal es expansiva.

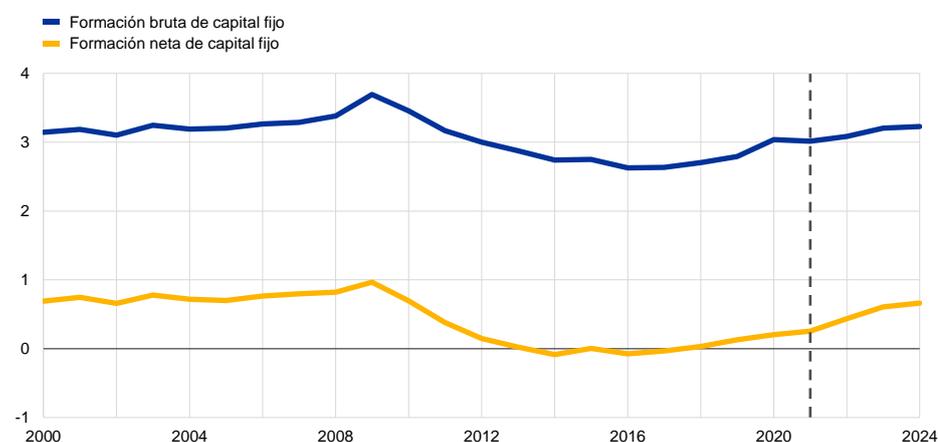
energética haciendo uso, entre otros, de las subvenciones del MRR y de otros fondos de la UE, como recomendó el Consejo.

**En la evaluación de la Comisión también se puso de relieve el aumento de la inversión pública en toda la zona del euro desde 2018, que ha continuado en 2020-2022 pese a las perturbaciones generadas por el COVID-19 y la guerra de Rusia en Ucrania.** Aunque el incremento de la inversión pública como porcentaje del PIB ha sido moderado desde la pandemia, contrasta con la pauta observada después de la crisis financiera global, cuando la inversión pública bruta se redujo en más de 1 punto porcentual del PIB y la inversión neta —que tiene en cuenta la depreciación del *stock* de capital— pasó a ser negativa entre 2014 y 2017 (gráfico A).

### Gráfico A

#### Inversión pública de la zona del euro, 2000-2024

(porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea (base de datos AMECO).

Notas: Los datos para los años 2022-2024 proceden de las previsiones de otoño de 2022 de la Comisión Europea. La línea vertical punteada indica el inicio del horizonte de proyección.

### A juicio de la Comisión, las políticas fiscales podrían ser expansivas en 2023 en un entorno de inflación todavía elevada.

De acuerdo con las previsiones de otoño de 2022 de la Comisión, que tienen en cuenta los proyectos de planes presupuestarios para 2023, la expansión fiscal basada en el indicador ajustado descrito anteriormente será equivalente a alrededor del 2,2 % del PIB en 2022, al tiempo que están previstas políticas fiscales globalmente neutras para 2023<sup>7</sup>. Las previsiones de la Comisión incluyen un impacto presupuestario neto del 0,9 % del PIB procedente de las medidas dirigidas a mitigar el efecto de los altos precios de la energía para los hogares y las empresas de la zona del euro en 2023, frente a un efecto del 1,3 % del PIB en 2022. La Comisión estimó asimismo que, si las medidas existentes se prorrogaran durante todo 2023, su coste podría aumentar en un 1 % adicional del PIB y situarse cerca del 2 % del PIB en 2023, de forma que las políticas fiscales serían más expansivas.

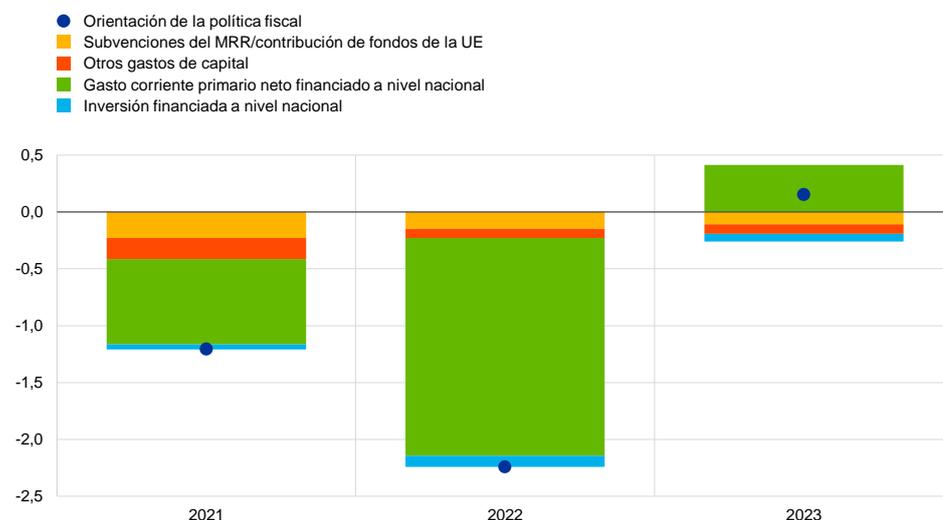
<sup>7</sup> Véase «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo y al Banco Central Europeo relativa a los proyectos de planes presupuestarios para 2023: evaluación general», *op. cit.*

Las últimas proyecciones de los expertos del Eurosistema incluyen un número de medidas de apoyo relacionadas con la energía sustancialmente mayor que el escenario base de la Comisión, lo que apunta a una orientación expansiva de la política fiscal en 2023. Se estima que el apoyo energético agregado en la zona del euro, incorporado en las perspectivas macroeconómicas del ejercicio de proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2022, es de alrededor del 2 % del PIB<sup>8</sup>. Este porcentaje es significativamente más elevado que el de las previsiones de otoño de 2022 de la Comisión y refleja, entre otras cosas, una fecha de cierre de las proyecciones más tardía, por lo que los supuestos fiscales de las proyecciones de diciembre incorporan un número mayor de medidas de apoyo definidas con suficiente detalle para poder ser tenidas en cuenta en los supuestos fiscales de las proyecciones de diciembre<sup>9</sup>.

### Gráfico B

#### Evaluación de la Comisión de la orientación de la política fiscal, 2021-2023

(porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea (base de datos AMECO).

Notas: Para evaluar la orientación de la política fiscal de la zona del euro, la Comisión utilizó el enfoque del valor de referencia del gasto ajustado que se explica en el texto. Una cifra negativa (positiva) indica una orientación expansiva (contractiva).

**Para garantizar que las políticas fiscales no intensifiquen las presiones inflacionistas al tiempo que protegen la sostenibilidad de la deuda y promueven unas finanzas públicas que fomenten el crecimiento, es importante que estén focalizadas y adaptadas a las circunstancias, y que sean temporales.** Desde el punto de vista de la política monetaria, las medidas de apoyo

<sup>8</sup> Véase la sección 2 de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022».

<sup>9</sup> La elaboración de las proyecciones sobre variables fiscales en las proyecciones macroeconómicas es responsabilidad del Grupo de Trabajo de Finanzas Públicas. Las proyecciones fiscales son plenamente coherentes con las proyecciones macroeconómicas y tienen en cuenta la información más reciente, por ejemplo, los últimos datos publicados, leyes presupuestarias, presupuestos complementarios, y los programas de estabilidad y convergencia. Las proyecciones fiscales solo incorporan las medidas que han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que ya se han definido de manera suficientemente detallada y es probable que se aprueben tras su tramitación legislativa. Para más información, véase BCE, «A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises», julio de 2016.

relacionadas con la energía deben ajustarse aún más siguiendo estos tres criterios y deberían: i) *focalizarse* en los más vulnerables para que el estímulo fiscal sea limitado y beneficie a los que más lo necesitan, ii) *adaptarse a las circunstancias* con el fin de que no debiliten los incentivos para reducir la demanda de energía, y iii) ser *temporales*, de forma que el impulso fiscal no se mantenga más tiempo del estrictamente preciso. Dado que está previsto desactivar la cláusula general de salvaguardia del PEC en 2024, será esencial llegar a tiempo a un acuerdo sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE porque ayudará a orientar las políticas fiscales en el futuro<sup>10</sup>. En general, la reducción gradual, realista y sostenida de la deuda pública en los casos en los que sea necesario debería combinarse con mejoras en la calidad de los presupuestos públicos y con una inversión pública sostenida para respaldar el crecimiento potencial, así como las transiciones ecológica y digital.

---

<sup>10</sup> Véase «[Comunicación sobre las orientaciones para una reforma del marco de gobernanza económica de la UE](#)», Comisión Europea, 9 de noviembre de 2022.