

Recuadros

1 Riesgos para los precios internacionales de las materias primas alimenticias derivados de El Niño

Jakob Feveile Adolfsen y Marie-Sophie Lappe

La llegada casi segura de un episodio de El Niño hacia finales de 2023 conlleva riesgos para los precios internacionales de las materias primas alimenticias.

En junio, la Oficina Nacional de Administración Oceánica y Atmosférica (NOAA, por sus siglas en inglés) de Estados Unidos anunció que ya se daban las condiciones características de El Niño y que era probable que al final del año se produjera un episodio. El Niño se define como un fenómeno que ocurre cuando la media móvil de tres meses de la temperatura de la superficie oceánica en las partes central y oriental del Pacífico tropical se mantiene al menos 0,5 grados Celsius (°C) por encima de la media de 30 años durante cinco períodos consecutivos de tres meses superpuestos¹. La previsión meteorológica más reciente apunta a una probabilidad del 99 % de materialización de un episodio de El Niño en el último trimestre de 2023 y a una probabilidad del 66 % de que sea intenso, con una desviación de la temperatura de al menos 1 °C por encima del umbral de 0,5 grados que define este fenómeno (gráfico A)². El episodio de El Niño de este año representa un cambio con respecto a los tres años anteriores, que estuvieron dominados por La Niña³, su equivalente más frío. Es previsible que El Niño afecte a la oferta y a los precios de los alimentos en la región ecuatorial y a escala global, dado que influye en las condiciones meteorológicas en todo el mundo. En este recuadro se analizan los probables efectos de El Niño en los precios internacionales de las materias primas alimenticias y se examinan los riesgos para estos precios en caso de que el fenómeno acabe siendo intenso. Aunque el recuadro se centra principalmente en el impacto de un El Niño intenso, que podría amplificar los efectos sobre los precios de las materias primas alimenticias el año próximo, varios estudios muestran que es probable que la aparición de las condiciones características de El

¹ Según la [definición](#) de la NOAA, El Niño es la fase cálida de la oscilación que se produce en el océano Pacífico tropical (también conocida como «El Niño-Oscilación del Sur»). En la fase neutra de la oscilación, los vientos alisios, que soplan permanentemente de este a oeste en torno al ecuador, desplazan las aguas cálidas de Sudamérica a Asia, donde se evaporan con más facilidad. Esto provoca el proceso de afloramiento, que tiene lugar cuando las aguas frías y profundas afloran a la superficie del océano y cubren las aguas cálidas. Durante el fenómeno de El Niño, los vientos alisios pierden fuerza y las aguas cálidas vuelven a desplazarse hacia Sudamérica, lo que hace que el proceso de afloramiento se debilite o incluso se detenga.

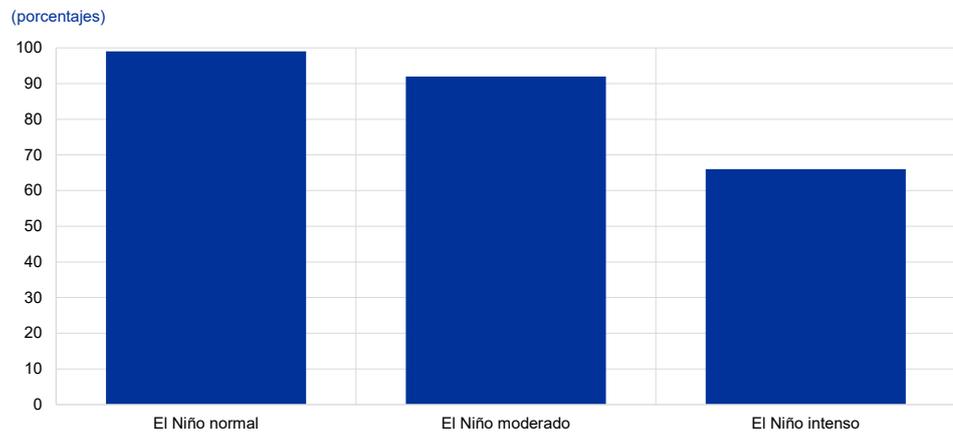
² Históricamente, 8 de los 23 episodios de El Niño observados desde 1950 han sido intensos.

³ La definición de La Niña es similar a la de El Niño, pero con anomalías negativas en las temperaturas de la superficie oceánica. La Niña ocurre cuando los vientos alisios son más fuertes de lo habitual, lo que intensifica el proceso de afloramiento.

Niño afecte a los precios internacionales de estas materias primas con independencia de su intensidad⁴.

Gráfico A

Probabilidad de ocurrencia de un episodio de El Niño en el cuatro trimestre de 2023



Fuente: NOAA de Estados Unidos.

Notas: La NOAA define un episodio normal de El Niño como un aumento de las temperaturas de la superficie oceánica de al menos 0,5 °C por encima de la media de largo plazo. Los episodios «moderado» e «intenso» de El Niño se definen como un incremento de las temperaturas de al menos 1 y 1,5 °C por encima de la media de largo plazo, respectivamente. Las últimas observaciones corresponden al 10 de agosto de 2023.

Es probable que los complejos efectos meteorológicos derivados de El Niño afecten a los cultivos de alimentos en todo el mundo, sobre todo en torno al ecuador. El Niño se asocia a una mayor frecuencia de fenómenos meteorológicos extremos, que varían considerablemente de unas regiones a otras. Así, por ejemplo, El Niño suele provocar olas de calor con fuertes precipitaciones en Sudamérica y en los estados del sur de Estados Unidos, mientras que en los estados del norte causa sequías. La complejidad de los patrones climáticos resultantes implica que El Niño afecta de manera diferente al rendimiento de los cultivos en función de los tipos y las temporadas de cultivo, así como de la región. Su impacto puede variar también entre ciclos distintos de El Niño. Las estimaciones de los efectos históricos de un episodio de El Niño en dicho rendimiento muestran que su efecto es diferente según el tipo de cultivo, incluso dentro del mismo país. Mientras que, en Estados Unidos, El Niño parece ir seguido de mejores cosechas de soja, generalmente incide negativamente en las de trigo y maíz⁵. Además, aunque históricamente el Niño ha

⁴ Este recuadro se centra en los precios internacionales de las materias primas alimenticias y no en los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro, en los que se espera que los efectos sean menores. Peersman (2022) demuestra que las variaciones de los precios internacionales de las materias primas alimenticias explican casi el 30 % de la volatilidad de la inflación de la zona del euro en el medio plazo. Véase G. Peersman, «[International Food Commodity Prices and Missing \(Dis\)inflation in the Euro Area](#)», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 104, n.º 1, 2022, pp. 85-100. Las subvenciones concedidas a los productores de la UE a través de la política agrícola común mitigan, en parte, los efectos de las variaciones de los precios internacionales de las materias primas alimenticias sobre los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro. Véase, por ejemplo, G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante, «[Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-linearities and the Role of the Common Agricultural Policy](#)», *International Journal of Central Banking*, vol. 8, n.º 1, 2012, pp. 179-217.

⁵ En Estados Unidos, las cosechas de soja se beneficiaron principalmente de las favorables condiciones del verano para el cultivo en el Medio Oeste, mientras que las olas de calor y las sequías dañaron las cosechas en Asia. Los cultivos de maíz estadounidenses se vieron negativamente afectados, sobre todo, por la sequía registrada en los estados del sureste que suele producirse por el efecto de El Niño.

tenido un impacto positivo en las cosechas de soja en Estados Unidos y Sudamérica, en Asia tiende a reducir el rendimiento de este cereal⁶. La complejidad de estos efectos hace que sea difícil predecir las repercusiones de este fenómeno para los precios internacionales de las materias primas alimenticias. La sustitución de unas materias primas alimenticias por otras complica aún más la identificación de los efectos sobre los precios. Hasta cierto punto, los agricultores consideran que la soja y el maíz son intercambiables entre sí y en ocasiones cambian de un cultivo a otro en función de los precios actuales de los futuros. Esto implica que una posible reducción de la cosecha de maíz podría afectar a los precios de la soja, mientras que los efectos sobre los precios del maíz podrían ser algo menores por este efecto sustitución. Además, los episodios de El Niño de 1982-1983 causaron una merma de la población de peces en Asia y Australia, lo que llevó a una sustitución de la demanda para alimentación animal, de pescado por soja⁷. Debido a esta complejidad, y dado que el rendimiento de los cultivos es uno de los múltiples factores que influyen en los precios internacionales de las materias primas alimenticias, sería erróneo extrapolar directamente los efectos sobre los rendimientos de los cultivos a los efectos sobre los precios.

Análisis históricos sugieren que un episodio normal de El Niño tiene efectos al alza sobre los precios internacionales de las materias primas alimenticias.

Diversos estudios analizan el impacto de este fenómeno en los precios internacionales de dichas materias primas. Brenner (2002) concluye que la oscilación de El Niño explica casi el 20 % de la variación de la inflación de las materias primas a escala mundial desde 1963 y que un episodio normal de El Niño tiende a elevar la inflación real de las materias primas en torno a un 3 % durante un período de seis a doce meses tras su aparición, a lo que contribuyen principalmente las materias primas alimenticias⁸. Cashin *et al.* (2017) documentan la variación del efecto de las perturbaciones derivadas de El Niño sobre la actividad económica de distintos países desde 1972, con un aumento de los precios de las materias primas no energéticas en la mayoría de ellos⁹. En general, los autores llegan a la conclusión de que El Niño tiene un impacto al alza de alrededor del 5 % en los precios internacionales de las materias primas no energéticas y que este persiste de seis a dieciséis meses¹⁰. Otros resultados sugieren que la respuesta de la inflación a un episodio de El Niño es más intensa en los países con un mayor peso de los alimentos en el índice de

⁶ Según T. Iizumi, J. J. Luo, A. J. Challinor, G. Sakurai, M. Yokozawa, H. Sakuma, M. E. Brown y T. Yamagata, «Impacts of El Niño Southern Oscillation on the global yields of major crops», *Nature Communications*, 5, n.º 3712, 2014.

⁷ Véase A. D. Brenner, «El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84, n.º 1, 2002, pp. 176-183.

⁸ A. D. Brenner, *op. cit.*

⁹ P. Cashin, K. Mohaddes y M. Raissi, «Fair weather or foul? The macroeconomic effects of El Niño», *Journal of International Economics*, vol. 106, 2017, pp. 37-54.

¹⁰ Cashin *et al.*, *ibid.*, utilizan una medida que no se basa en la temperatura, lo que impide clasificar un episodio de El Niño como normal o intenso. Además del efecto sobre los precios de las materias primas alimenticias, también se llega a la conclusión de que los precios de los metales contribuyen a la subida de los precios de las materias primas no energéticas, principalmente debido a que los fenómenos meteorológicos extremos afectan a la actividad minera, como se observó en Chile. Véase P. Cashin, K. Mohaddes y M. Raissi, «El Niño: Good Boy or Bad?», *Finance and Development*, vol. 53, n.º 1, 2016, pp. 30-33.

inflación. Estos estudios apuntan a que, con independencia de su intensidad, el fenómeno de El Niño afecta significativamente a los precios de las materias primas alimenticias y suele incrementar los precios.

Los precios internacionales de las materias primas alimenticias podrían subir hasta un 9 % si las condiciones actuales de El Niño derivan en un episodio intenso. Pese a que ya se dan las condiciones características de El Niño y a que, casi con toda seguridad, 2023 será declarado un año de El Niño, la incertidumbre acerca de la intensidad de este fenómeno es mayor¹¹. Estimaciones históricas, en las que se ha controlado por la evolución del ciclo económico mundial, así como por la de los precios de los fertilizantes y de la energía, sugieren que un aumento de las temperaturas de la superficie oceánica como consecuencia de la transición de un episodio normal de El Niño a uno intenso incrementaría los precios internacionales de las materias primas alimenticias durante un período de hasta dos años, y que la subida máxima de los precios, del 9 %, se produciría transcurridos dieciséis meses desde el inicio del episodio intenso (panel a del gráfico B). Esto se desprende de los mayores riesgos y las posibles amplificaciones de fenómenos meteorológicos extremos que resultarían de una fase intensa de El Niño con respecto a una normal. Los riesgos al alza para los precios de las materias primas alimenticias derivados de la materialización de un El Niño intenso son especialmente acusados en el caso de la soja, el maíz y el arroz. Al mismo tiempo, los efectos esperados sobre los precios son de aumento —aunque no significativo— en el caso del trigo, y en torno a cero en el del café y el cacao (panel b del gráfico B).

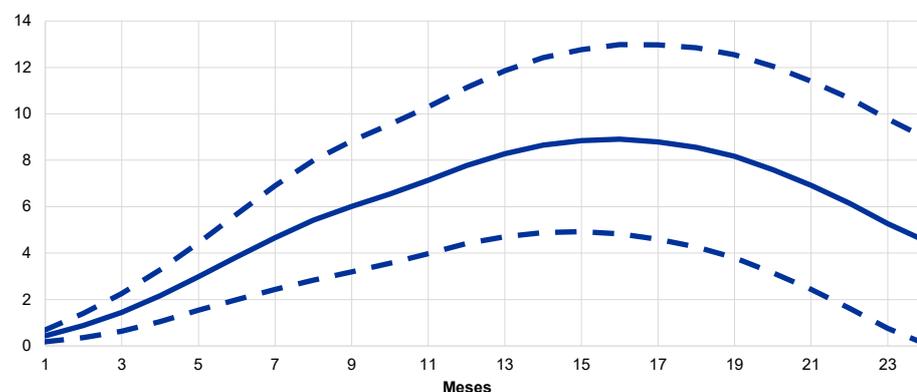
¹¹ La diferencia entre un episodio normal de El Niño (anomalía de 0,5 °C) y uno intenso (anomalía de 1,5 °C) es de 1 °C. Para conocer las probabilidades actuales de aparición de El Niño, véase el gráfico A.

Gráfico B

Efectos estimados sobre los precios internacionales de las materias primas alimenticias de una transición de un episodio normal de El Niño a uno intenso

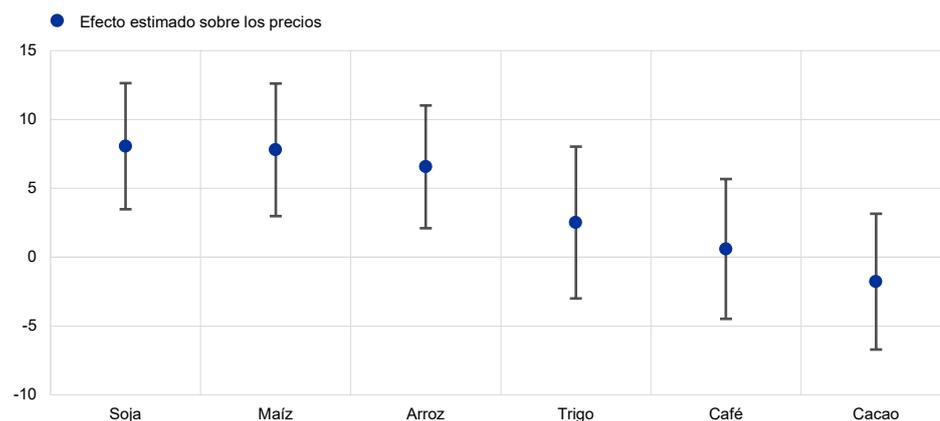
a) Efectos sobre los precios tras el inicio de un episodio intenso de El Niño

(tasas de variación)



b) Efectos sobre los precios de una selección de materias primas alimenticias

(tasas de variación)



Fuentes: Haver, NOAA de Estados Unidos y cálculos del BCE.

Notas: El efecto estimado sobre los precios muestra el impacto de un aumento de 1 °C de las temperaturas de la superficie oceánica durante los fenómenos de El Niño, controlando por los precios de los fertilizantes y del petróleo como costes de los insumos utilizados en la producción de alimentos y por la actividad industrial global como indicador del ciclo económico mundial. Las funciones de impulso-respuesta se estiman empleando proyecciones locales siguiendo el método de Ó. Jordà en «*Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections*», vol. 95, n.º 1, 2005, pp. 161-182. El gráfico muestra intervalos de confianza del 68 %. El panel b muestra el efecto estimado sobre los precios al cabo de dieciséis meses, basado en la respuesta máxima del agregado de los precios de las materias primas alimenticias del panel a. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

Los mercados financieros descuentan incrementos futuros de los precios, pero también una incertidumbre mayor en torno a los precios. La inclusión del fenómeno de El Niño mejora la precisión de las previsiones sobre la volatilidad futura de los precios de las materias primas alimenticias¹². Ello sugiere que los operadores de derivados sobre materias primas podrían incorporar las perspectivas relativas a El Niño al negociar en el mercado de futuros. Por lo que se refiere a los tres principales cultivos de cereal (soja, maíz y trigo), los precios de los futuros subieron la semana siguiente al anuncio realizado por la NOAA el 8 de junio de que

¹² Su *et al.* muestran que el hecho de incorporar la evolución de El Niño mejora el pronóstico de la volatilidad futura de los precios en el mercado estadounidense de cereales. Véase Y. Su, C. Liang, L. Zhang y Q. Zeng, «*Uncover the response of the U.S grain commodity market on El Niño–Southern Oscillation*», *International Review of Economics & Finance*, vol. 81, 2022, pp. 98-112.

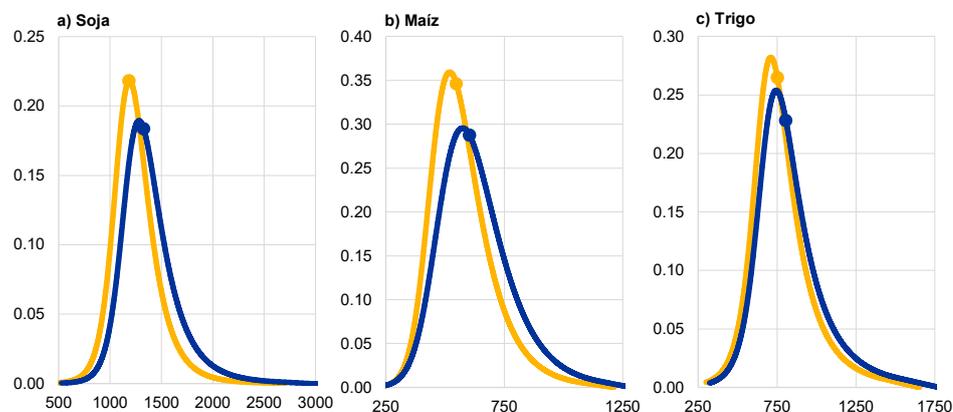
se daban condiciones características de El Niño, junto con una probabilidad de alrededor del 50 % de que, hacia finales del año, este fenómeno fuera intenso (gráfico C)¹³. Tanto el nivel de los precios de la soja y del maíz como la incertidumbre asociada a estos precios en el verano de 2024 aumentaron de forma significativa. Los precios de la soja registraron un alza del 12 % y los del maíz, del 10 %, mientras que la desviación típica de las distribuciones se incrementó un 24 % y un 23 %, respectivamente. Según analistas de mercado, estos movimientos reflejaron principalmente unas condiciones meteorológicas desfavorables en el hemisferio norte a principios de junio, y la evolución de El Niño ha acrecentado la incertidumbre sobre las perspectivas para los cultivos. El impacto sobre el trigo, que históricamente ha sido menos sensible a episodios intensos de El Niño, fue menor, con un incremento de los precios y de la desviación típica del 7 % y el 13 %, respectivamente. En general, los cambios en las distribuciones de precios implícitas en las opciones reflejan posibles presiones al alza sobre los precios de las materias primas alimenticias y un aumento de la incertidumbre en torno a los precios provocada por la evolución actual de El Niño.

Gráfico C

Distribuciones de precios implícitas en las opciones antes y después del anuncio de El Niño

(ejes de ordenadas: USD por fanega; ejes de abscisas: porcentajes)

- Distribuciones de precios antes del anuncio de El Niño
- Precios de los futuros antes del anuncio de El Niño
- Distribuciones de precios después del anuncio de El Niño
- Precios de los futuros después del anuncio de El Niño



Notas: Las distribuciones neutrales al riesgo implícitas en las opciones se calculan siguiendo el método de F. Black y M. Scholes en «The Pricing of Options and Corporate Liabilities», *Journal of Political Economy*, vol. 81, n.º 3, 1973, pp. 637-654, sobre la base de los precios de los futuros de la soja, el maíz y el trigo duro rojo de invierno del Chicago Board of Trade de julio de 2024. Los tipos *swap* de índices a un día se utilizan para calcular el tipo de interés libre de riesgo. La incertidumbre sobre los precios se mide por la amplitud de las distribuciones implícitas en las opciones. Las fechas de cierre anterior y posterior al anuncio de El Niño fueron el 7 de junio de 2023 y el 16 de junio de 2023, respectivamente

¹³ Los pesos respectivos de la soja, el maíz y el trigo en el Index for Food and Beverages (índice de alimentos y bebidas) del HWWI (basado en importaciones de países de la UEM) son 14 %, 14 % y 8 %.

¿Qué papel han desempeñado los efectos de la reapertura en los distintos países y sectores?

Niccolò Battistini y Johannes Gareis

En este recuadro se analiza la reciente dispersión de la actividad económica entre países y sectores, y se examina el papel que han desempeñado los efectos de la reapertura tras la retirada de las restricciones asociadas a la pandemia de coronavirus (COVID-19) el año pasado. El crecimiento del producto de la zona del euro se ha debilitado de forma significativa desde principios de 2022. Este debilitamiento ha ido acompañado de una dispersión del crecimiento cada vez menor, aunque persistente, entre países y sectores. Esta dispersión continuada del crecimiento refleja una economía a dos velocidades, con un avance relativamente tímido de las manufacturas —inducido, en parte, por la caída de la demanda global y por el endurecimiento de las condiciones de financiación en la zona del euro— y una expansión comparativamente vigorosa de los servicios, favorecida por los efectos de la reapertura. Sin embargo, datos recientes procedentes de encuestas sugieren que esta dispersión puede reducirse en un futuro próximo, dado que, mientras el impulso procedente de dichos efectos se está desacelerando, la propagación del impacto de otros factores en los diferentes sectores se está fortaleciendo.

La dispersión del crecimiento entre los países de la zona del euro todavía era relativamente elevada a principios de 2023, mientras que la dispersión entre sectores estuvo en línea con los niveles prepandemia. Con el fin de tener en cuenta el tamaño económico de los países y los sectores, la dispersión del crecimiento se mide utilizando la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido (bruto real) de todos los países (excluida Irlanda) y sectores de la zona del euro¹. Ambas medidas alcanzaron niveles sin precedentes tras el estallido del COVID-19, pero disminuyeron de forma significativa en 2022, aunque a un ritmo diferente (panel a del gráfico A). En el primer trimestre de 2023, la dispersión del crecimiento entre países continuó siendo más pronunciada que antes de la pandemia, mientras que en los sectores retornó a los niveles prepandemia. La mayor dispersión del crecimiento entre países parece estar relacionada con la persistencia de una dispersión más acentuada del crecimiento de los servicios intensivos en contacto social, que se redujo con respecto al máximo registrado durante la pandemia, pero se mantuvo en un nivel históricamente elevado (panel b del gráfico A)². En cambio, en las manufacturas volvió a situarse en cotas previas a la pandemia.

¹ Véase también el recuadro titulado «El crecimiento económico de la zona del euro se está generalizando», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2017.

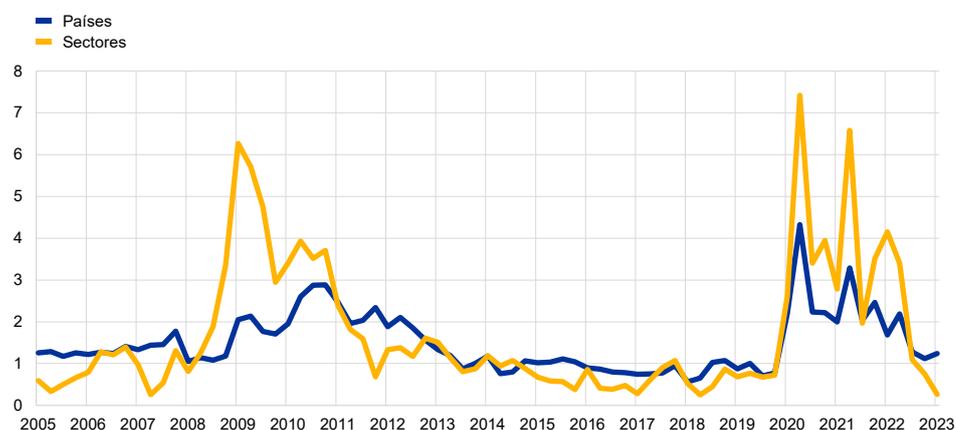
² «Servicios intensivos en contacto social» se utiliza para referirse de forma abreviada al comercio mayorista y minorista, así como al transporte y la hostelería (en línea con la clasificación NACE Rev. 2).

Gráfico A

Dispersión del crecimiento del valor añadido

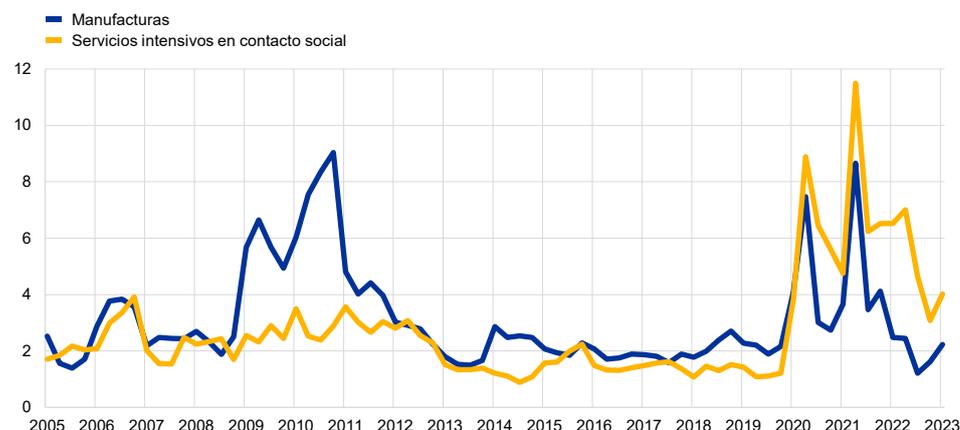
a) Dispersión del crecimiento del valor añadido entre los países y los sectores de la zona del euro

(puntos porcentuales)



b) Dispersión del crecimiento del valor añadido en las manufacturas y los servicios intensivos en contacto social entre los países de la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La dispersión del crecimiento entre países se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido de todos los países de la zona del euro, excluida Irlanda. La dispersión del crecimiento entre sectores se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido de las manufacturas, la construcción, los servicios intensivos en contacto social y una combinación de otros sectores. La dispersión del crecimiento entre países de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido de sectores concretos en todos los países de la zona del euro, excepto Irlanda. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023.

En el primer trimestre de 2023, el crecimiento económico siguió siendo más pronunciado en los países en los que los servicios intensivos en contacto social son más importantes para el conjunto de la economía.

En 2022, la producción de este sector aumentó a un ritmo más intenso en los países en los que estos servicios tienen un peso mayor en la economía (panel a del gráfico B). Esta evolución refleja, en parte, el patrón de crecimiento observado tras el estallido de la pandemia, cuando los servicios intensivos en contacto social de esos países experimentaron una desaceleración económica relativamente acusada. En las economías en las que estos servicios son más importantes, la expansión

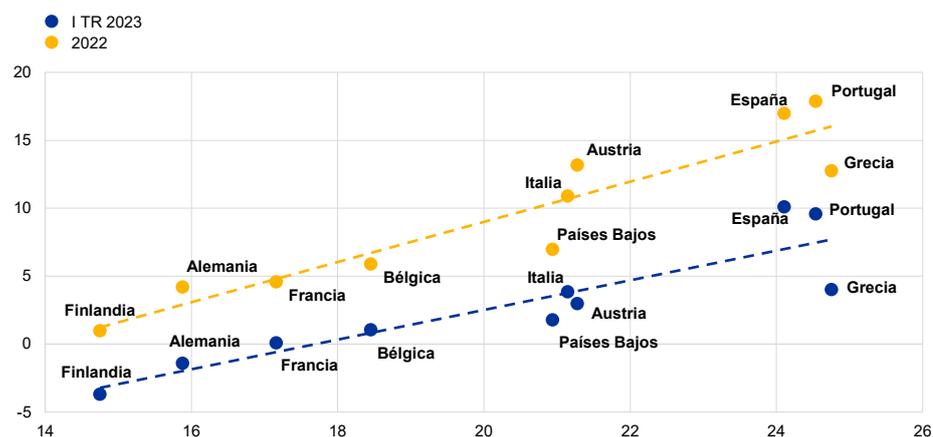
relativamente vigorosa de este sector continuó en el primer trimestre de 2023, y su nivel de actividad superó las cotas previas a la pandemia comparativamente más que en los países en los que tienen menos relevancia. Esto pone en evidencia que los países que dependen más de estos servicios siguieron beneficiándose en mayor grado del vigor del crecimiento de este sector, lo que, en conjunto, también se tradujo en un avance comparativamente más pronunciado del valor añadido (panel b del gráfico B). En cambio, en el grueso de las economías con una mayor dependencia de las manufacturas, el valor añadido total creció menos en el primer trimestre de 2023 porque esta rama de actividad avanzó algo menos que los servicios intensivos en contacto social. No obstante, el crecimiento de las manufacturas en los países de la zona del euro se distribuyó de forma mucho más uniforme, lo que sugiere que los factores que actualmente están impulsando este sector están influyendo de manera más homogénea en dichos países que en el caso de los servicios intensivos en contacto social.

Gráfico B

Relación entre el tamaño del sector de servicios intensivos en contacto social y el crecimiento de este sector y del valor añadido total en los países de la zona del euro

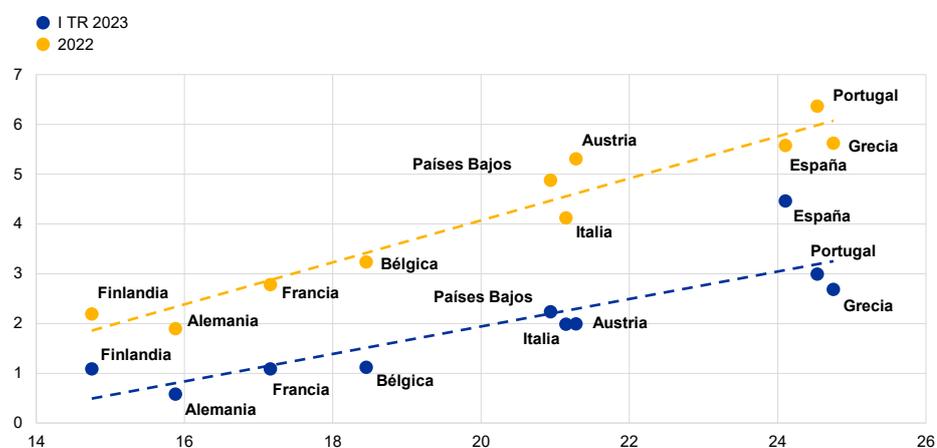
a) Tamaño del sector de servicios intensivos en contacto social y crecimiento del valor añadido de este sector

(eje horizontal: peso medio del valor añadido de los servicios intensivos en contacto social en el valor añadido total en 2022, eje vertical: crecimiento interanual del valor añadido de los servicios intensivos en contacto social)



b) Tamaño del sector de servicios intensivos en contacto social y crecimiento del valor añadido total

(eje horizontal: peso medio del valor añadido de los servicios intensivos en contacto social en el valor añadido total en 2022, eje vertical: crecimiento interanual del valor añadido total)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los puntos muestran las mayores economías de la zona del euro (excluida Irlanda) —que son importantes de controlar porque sus resultados son relevantes para la zona del euro en su conjunto— en línea con el cálculo de la dispersión del crecimiento del valor añadido (gráfico A). La tendencia lineal se muestra en líneas discontinuas. Las tasas de crecimiento interanual de 2022 se refieren a medias interanuales de las tasas de crecimiento interanual en frecuencia trimestral en 2022.

Un modelo empírico muestra que los cambios inesperados en las restricciones de movilidad afectan de manera más desproporcionada a los servicios intensivos en contacto social que a las manufacturas.

Un modelo de vectores autorregresivos bayesianos estimado cuantifica el impacto de la reapertura de la economía sobre el crecimiento del valor añadido de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social basándose en datos de la zona del euro desde el primer trimestre de 1999 hasta el mismo trimestre de 2023. El modelo utiliza el índice de movilidad de Google (GMI, por sus siglas en inglés) sintético para

calcular el impacto de los cierres relacionados con la pandemia y la reapertura posterior de la economía a través de cambios voluntarios e involuntarios en la movilidad de las personas. El modelo incorpora este índice junto con el índice de presiones en las cadenas globales de suministro de la Reserva Federal de Nueva York (un indicador de la demanda externa de la zona del euro), los precios de la energía, el valor añadido de las manufacturas, los servicios intensivos en contacto social y una combinación de otros sectores, el deflactor del consumo privado, el tipo de interés y el tipo de cambio. El modelo identifica las restricciones relacionadas con la pandemia y las perturbaciones posteriores asociadas a la reapertura (es decir, las perturbaciones causadas por la pandemia) suponiendo que una variación inesperada del GMI afecta inmediatamente a las manufacturas y a los servicios intensivos en contacto social³. Los resultados muestran que un descenso imprevisto de este índice (esto es, una perturbación derivada de las restricciones asociadas a la pandemia) da lugar a una disminución sustancial de la actividad en ambas ramas, más acusada en los servicios intensivos en contacto social. De forma simétrica, un aumento inesperado del GMI (es decir, una perturbación asociada a la reapertura) da lugar a un crecimiento más acusado de los servicios intensivos en contacto social que de las manufacturas (panel a del gráfico C).

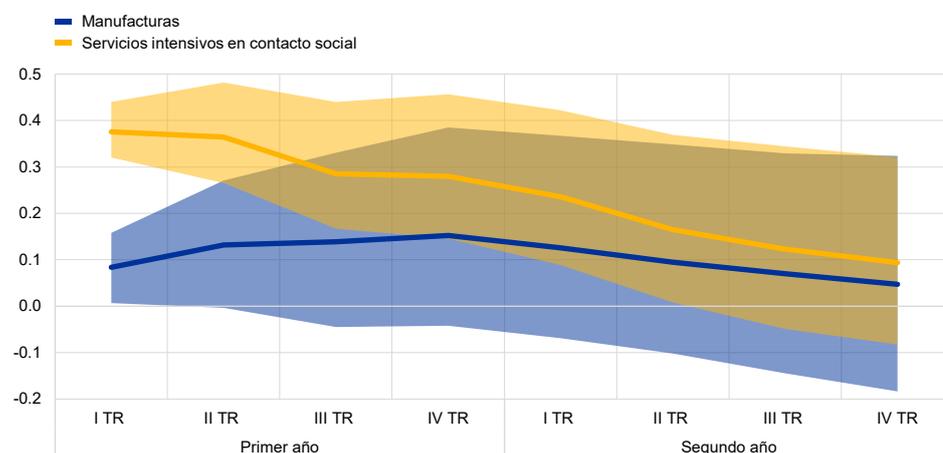
³ Esto se consigue mediante una descomposición de Cholesky en la que el GMI se sitúa después de las variables globales y antes de las variables específicas de la zona del euro. El modelo incluye cuatro retardos para cada variable, con todas las variables expresadas en logaritmos (excepto el GMI y los tipos de interés), y controla por la volatilidad excepcionalmente elevada de los datos entre el primer y el tercer trimestre de 2020. Véase M. Lenza y G. Primiceri, «[How to estimate a vector autoregression after March 2020](#)», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, número 4, junio/julio de 2022, pp. 688-699. En relación con el índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro, véase G. Benigno, J. di Giovanni, J. Groen y A. Noble, «[A New Barometer of Global Supply Chain Pressures](#)», *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, enero de 2022. El GMI está disponible para el período comprendido entre enero de 2020 y octubre de 2022, y se supone que es cero para los demás períodos de la muestra, lo que implica, en particular, la inexistencia de restricciones de movilidad después de octubre de 2022.

Gráfico C

Valor añadido de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social

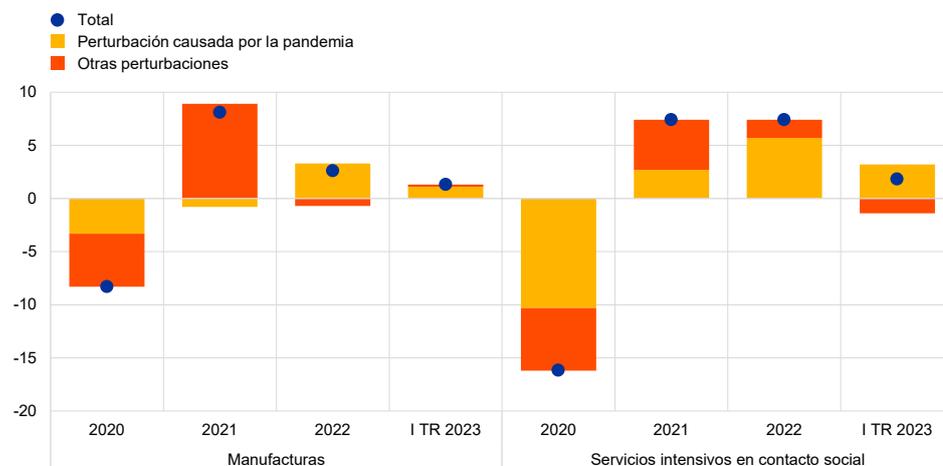
a) Impacto de un aumento inesperado del GMI sintético en la actividad de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social

(porcentajes)



b) Determinantes estimados del crecimiento del valor añadido de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Google, Banco de la Reserva Federal de Nueva York y cálculos del BCE.

Notas: Los resultados se basan en un modelo de vectores autorregresivos bayesianos para la zona del euro. Las perturbaciones causadas por la pandemia se han identificado mediante una descomposición de Cholesky suponiendo que una variación inesperada del GMI sintético afecta inmediatamente a las manufacturas y a los servicios intensivos en contacto social. El panel a muestra los efectos de un aumento inesperado del GMI (es decir, una perturbación asociada a la reapertura). Los efectos de una disminución imprevista del GMI (esto es, una perturbación derivada de las restricciones asociadas a la pandemia) son simétricos. Las zonas sombreadas del panel a se refieren a intervalos de confianza del 90%. En el panel b no se muestra la contribución estimada del término constante (es decir, el crecimiento tendencial). Además, las tasas de crecimiento interanual de 2020, 2021 y 2022 se refieren a medias interanuales de las tasas de crecimiento interanual en frecuencia trimestral. Todas las tasas de crecimiento se han calculado en logaritmos.

Los efectos de la reapertura siguieron siendo un importante determinante diferencial de crecimiento entre las manufacturas y los servicios intensivos en contacto social en el primer trimestre de 2023, pero, en general, se debilitaron con respecto a 2022. La descomposición basada en el modelo de crecimiento del valor añadido de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social sugiere que las diferencias sectoriales en el impacto de las perturbaciones causadas por la pandemia han contribuido sustancialmente a las divergencias observadas en la evolución de los sectores desde 2020, y el cierre y la posterior reapertura de la

economía han tenido un impacto más acusado en los servicios intensivos en contacto social (panel b del gráfico C). A principios de 2023, los efectos de la reapertura aún persistían, aunque con un impulso al crecimiento menor que en 2022, tanto en las manufacturas como en los servicios intensivos en contacto social. Al mismo tiempo, otras perturbaciones han empezado a propagarse a estos servicios y están afectando menos al avance de las manufacturas. Esto último es acorde con la disminución de las restricciones de oferta que, sin embargo, puede haberse visto contrarrestada por la caída de la demanda global e interna, así como por el endurecimiento de las condiciones de financiación en la zona del euro⁴.

Los efectos de la reapertura de la economía deberían seguir disipándose durante 2023 y otros factores deberían cobrar más relevancia. Como

consecuencia de la desaparición gradual de dichos efectos y de la propagación de otros factores —como el endurecimiento de las condiciones de financiación— a la economía en su conjunto, es probable que el dinamismo de las manufacturas y de los servicios intensivos en contacto social continúe disminuyendo en el futuro próximo, lo que daría lugar a una menor dispersión del crecimiento entre sectores. La pérdida de impulso del avance de los servicios intensivos en contacto social también debería conducir a una reducción de la dispersión del crecimiento del valor añadido de los servicios intensivos en contacto social, así como de la actividad económica en su conjunto, en los distintos países. En general, esta disminución de la dispersión del crecimiento entre sectores y países refleja unas perspectivas a corto plazo más débiles para la actividad económica, como se indica en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023.

⁴ En cambio, otras perturbaciones explican la mayor capacidad de resistencia y la recuperación más rápida de las manufacturas tras el estallido de la pandemia, una evolución coherente con la pronta e intensa recuperación de la demanda mundial de productos manufacturados. No obstante, esta dinámica no se trasladó por completo a la actividad manufacturera, debido a las disrupciones en las cadenas de suministro y, posteriormente, al impacto de la crisis energética. Aunque el desplazamiento de la demanda mundial de los servicios a los bienes está relacionado con la pandemia, no queda capturado automáticamente por las perturbaciones causadas por la pandemia identificadas, ya que esas perturbaciones miden los cambios inesperados en la movilidad de las personas y no necesariamente recogen los cambios imprevistos en sus preferencias de consumo. Con todo, la respuesta más débil de las manufacturas con respecto a los servicios intensivos en contacto social como consecuencia de un cambio inesperado en la movilidad puede estar relacionada, en cierta medida, con la reasignación del consumo de los servicios a los bienes, lo que en parte explicaría el menor impacto de la perturbación originada por las restricciones de movilidad en el valor añadido de las manufacturas en comparación con el de los servicios intensivos en contacto social.

3 La población activa en la zona del euro: evolución y factores determinantes recientes

Agostino Consolo, António Dias da Silva, Catalina Martínez Hernández y Marco Weißler

Una novedad reseñable reciente observada en el mercado de trabajo de la zona del euro ha sido el fuerte repunte de la población activa. En concreto, a lo largo del último año y medio, la principal fuente de crecimiento del empleo ha sido el elevado número de personas que se han incorporado a la población activa, más que un descenso pronunciado de la cantidad de desempleados. En este recuadro se describe la evolución reciente de la participación laboral en la zona del euro utilizando datos de Eurostat y de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés). También se analizan sus determinantes empleando un modelo de vectores autorregresivos bayesianos con datos de frecuencia mixta (MF-BVAR, por sus siglas en inglés) con el fin de separar los factores que, en uno u otro sentido, han determinado la dinámica de la población activa¹.

En la actualidad, la población activa se sitúa por encima del nivel prepandemia, que se alcanzó al final de 2022. Más recientemente ha vuelto a converger a su tendencia de largo plazo previa a la pandemia (gráfico A), debido, sobre todo, a la contribución de los trabajadores extranjeros². La diferencia entre las tendencias a corto y a largo plazo anteriores a la pandemia recoge el cambio en el crecimiento de la población, que se ha desacelerado considerablemente desde 2008. En junio de 2023, la población activa, inferida de datos mensuales de desempleo, superaba en unos 3,8 millones de personas el nivel de enero de 2020. Datos trimestrales detallados obtenidos de la encuesta de población activa de la UE (LFS, por sus siglas en inglés) muestran que los trabajadores migrantes, en especial los de fuera de la UE, desempeñaron un papel relevante en la evolución de la participación laboral durante la pandemia de COVID-19. En la primera fase de la pandemia —entre el cuarto trimestre de 2019 y el cuarto trimestre de 2020— la población activa foránea se redujo proporcionalmente más (2 %) que la población activa total (1,2 %). En cambio, desde el primer trimestre de 2021 hasta el mismo trimestre de 2023, los trabajadores extranjeros representaron el 41 % del aumento

¹ Además del análisis de la evolución de la población activa, un análisis exhaustivo de las implicaciones del crecimiento del empleo para el grado de tensionamiento del mercado de trabajo y el avance de los salarios ha de tomar en consideración las dimensiones sectoriales de dicho mercado y la contribución de las horas medias trabajadas (margen intensivo). Véase, por ejemplo, «[More jobs but fewer working hours](#)», *ECB Blog*, 7 de junio de 2023, en el que se examinan las diferencias entre el empleo y el total de horas trabajadas, y el importante papel que desempeñaron las horas medias trabajadas durante la pandemia y la crisis energética. Véase también «[El papel del empleo público durante la crisis del COVID-19](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2022.

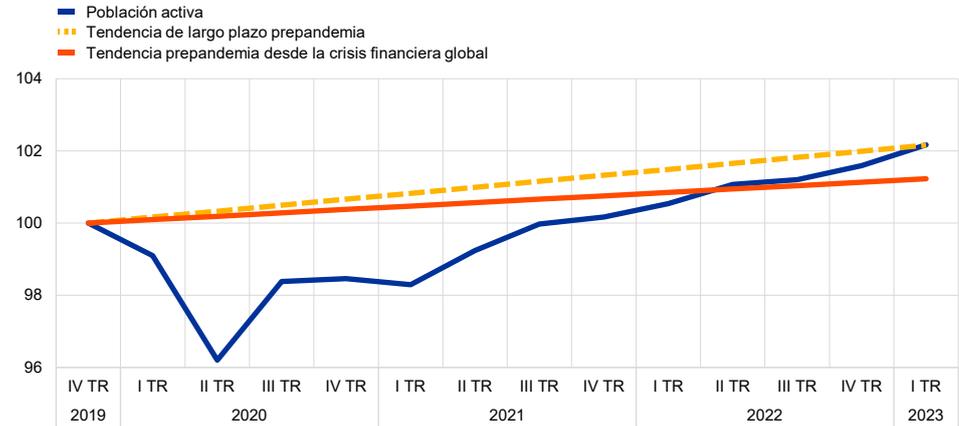
² El incremento de la población activa en la zona del euro no fue homogéneo en los distintos grupos sociodemográficos. Por ejemplo, las tasas de participación de los trabajadores menos cualificados y de personas de edades comprendidas entre 25 y 54 años se han recuperado menos desde el inicio de la pandemia (véase el gráfico 9 del artículo titulado «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020).

total de dicha población, con un crecimiento de su peso del 10,3 % al 11,4 % durante ese período.

Gráfico A

Población activa en la zona del euro y tendencias lineales prepandemia

(índice: IV TR 2019 = 100)



Fuentes: Eurostat, base de datos del Area-Wide Model del BCE y cálculos de los autores.

Notas: La tendencia de largo plazo prepandemia abarca el período 1995-2019, y la tendencia prepandemia desde la crisis financiera global el período 2009-2019. La última observación corresponde al primer trimestre de 2023.

En los últimos años, una proporción creciente de los nuevos trabajadores contratados en la zona del euro estaban inactivos previamente.

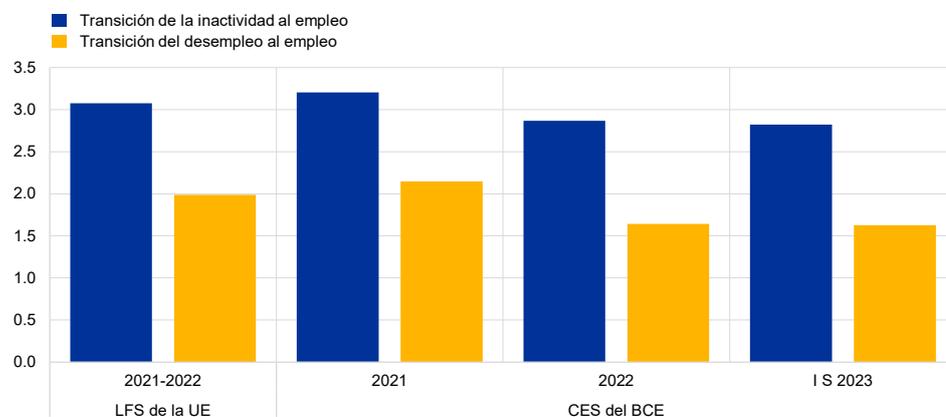
Las transiciones de la inactividad al empleo (transiciones I-E) fueron el principal factor determinante del crecimiento de la ocupación. Según datos de la CES, las transiciones del desempleo al empleo (transiciones D-E) supusieron el 1,6 % del empleo total, mientras que las transiciones I-E representaron el 2,8 % (gráfico B). Esto implica que solo en torno al 37 % de los nuevos contratados en el primer semestre de 2023 estaba en el paro el trimestre anterior. Esta evidencia es acorde con los datos de Eurostat que muestran que el 60 % de las nuevas contrataciones en 2022 correspondió a transiciones I-E, a diferencia del período 2011-2019, en el que el 51 % de los nuevos ocupados procedían de transiciones D-E³.

³ Si se tiene en cuenta la composición por países de las transiciones laborales en la LFS, las transiciones I-E se incrementaron desde el 49 % en el período 2011-2019 hasta el 55 % en 2021-2022. El aumento de estas transiciones con respecto a las transiciones D-E también puede reflejar una tasa de paro más baja en el período reciente. Entre 2011 y 2019, la tasa media de paro fue del 10,2 %, frente al 7,3 % en 2021-2022.

Gráfico B

Transiciones al empleo

(en porcentaje del empleo)



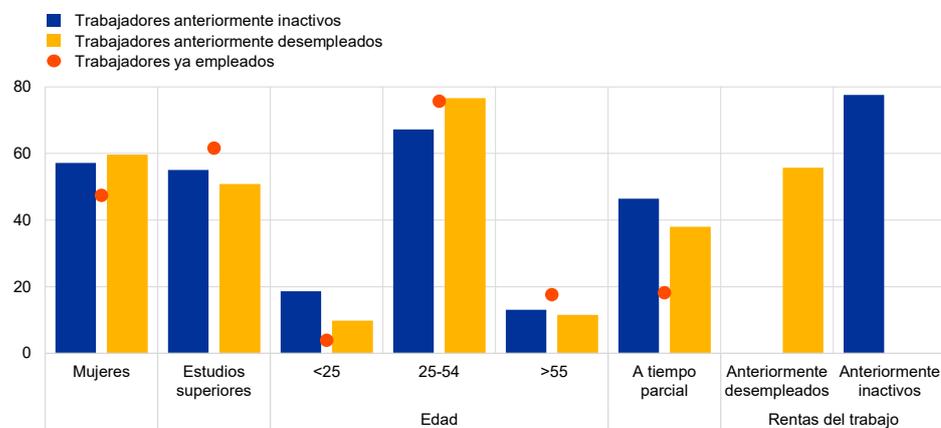
Fuentes: Encuesta de población activa de la UE (LFS) y encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).
Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

Según la encuesta CES del BCE, las características de los nuevos trabajadores contratados y las de los ya empleados son diferentes, incluidas sus rentas del trabajo. En promedio, los primeros son más jóvenes y tienen un nivel de estudios más bajo que los que ya estaban contratados antes de las nuevas transiciones. Asimismo, es más probable que sean mujeres y que tengan contratos a tiempo parcial y menores niveles de rentas del trabajo (gráfico C). Los contratados que anteriormente estaban en el paro perciben en torno al 55 % de los ingresos salariales de los ya ocupados, mientras que las personas que transitan directamente de la inactividad al empleo obtienen unas rentas del trabajo medias equivalentes a aproximadamente el 80 % de las que perciben los trabajadores que ya estaban contratados. Las características individuales y del puesto de trabajo explican solo en parte las diferencias observadas en las rentas del trabajo. Con todo, es probable que los efectos composición sobre el crecimiento total de los salarios inducidos por las diferencias en las rentas del trabajo de los nuevos ocupados que proceden de la inactividad y del paro sean limitados.

Gráfico C

Características de los nuevos contratados

(en porcentaje del empleo, porcentajes)



Fuente: Encuesta CES del BCE.

Notas: Las columnas de la derecha muestran las rentas del trabajo de los nuevos contratados con respecto a los de los trabajadores ya empleados. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

La mayor participación laboral de trabajadores previamente inactivos puede reducir el grado de tensionamiento en el mercado laboral.

También puede contribuir a moderar el crecimiento de los salarios, lo que depende de los diversos factores que impulsan la población activa. Si los cambios en las tasas de entrada al empleo están determinados por una perturbación positiva de demanda (como un incremento de la demanda de trabajadores de alta cualificación), también se deberían observar presiones al alza sobre los salarios para los ya ocupados, pero si los cambios son atribuibles a una perturbación positiva de oferta (por ejemplo, la llegada de migrantes), las personas que se incorporan a la población activa pueden contribuir a limitar las demandas salariales de los trabajadores ya contratados.

Para cuantificar los principales determinantes de la evolución de la población activa y su importancia relativa durante el ciclo se utiliza un modelo estimado para la zona del euro⁴.

El modelo trata de identificar los efectos de los factores subyacentes derivados de las condiciones tecnológicas y de demanda agregada, así como de otros determinantes como la evolución demográfica, los esfuerzos de búsqueda de empleo o el número de horas trabajadas (oferta de trabajo), el desajuste entre la demanda y la oferta de empleo, y el poder de negociación de los trabajadores que refleja, por ejemplo, ajustes del salario mínimo.

El modelo muestra que las condiciones de demanda y oferta agregadas han sido determinantes clave desde la pandemia.

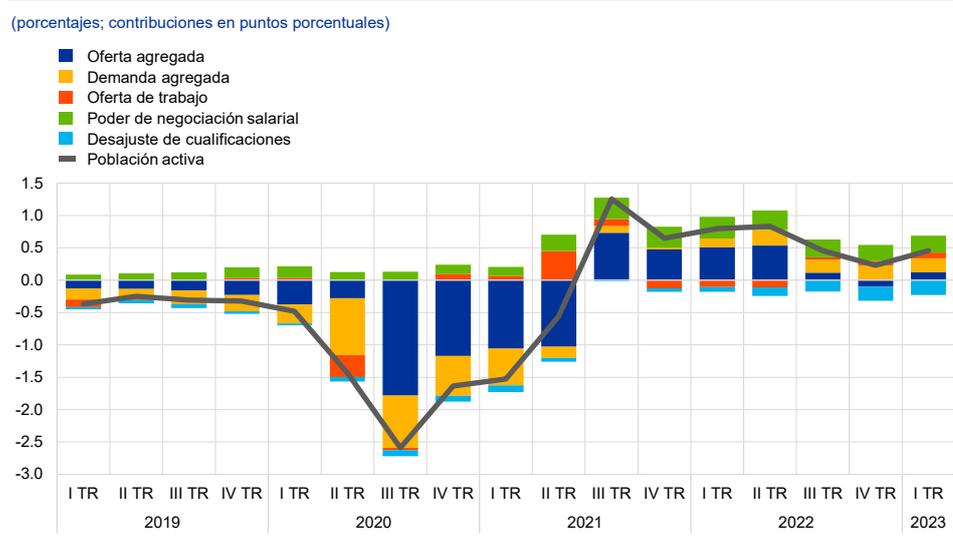
Cada barra del gráfico D representa la contribución individual de las perturbaciones estructurales en desviaciones con respecto a los componentes determinísticos que se estima durante el período comprendido entre el primer trimestre de 1998 y el mismo

⁴ Basado en A. Consolo, C. Foroni y C. Martínez Hernández, «A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 85, n.º 5, octubre de 2023, pp. 1048-1082. El modelo empírico es un modelo MF-BVAR estimado utilizando información sobre inflación, producción industrial, salarios, desempleo, vacantes de empleo y población activa. El modelo es una representación empírica de un modelo de equilibrio general en el que tanto las perturbaciones agregadas como las específicas del mercado de trabajo determinan la evolución de la población activa.

trimestre de 2023. Las condiciones de oferta agregada (barras azules) y las de demanda agregada (barras amarillas) son el origen de la mayor parte del descenso de la población activa durante la pandemia y de su aumento durante la recuperación pospandemia. Estos factores determinantes tienen en cuenta los cambios tecnológicos, las restricciones de movilidad relacionadas con la pandemia, las variaciones de la demanda agregada y los cambios sectoriales asimétricos.

Además, las perturbaciones específicas del mercado de trabajo dieron un impulso adicional a la población activa. Es probable que el mayor poder de negociación de los trabajadores (barras verdes) esté asociado a: i) la subida generalizada del salario mínimo, que ha contribuido a animar a los trabajadores en el margen de participación a reintegrarse en la población activa, ii) el descenso de la migración durante los años del COVID-19, y iii) la creciente escasez de mano de obra. A su vez, la mejora observada en la oferta de trabajo (barras rojas) probablemente esté asociada a la recuperación más reciente de los flujos de inmigración. Con todo, los desajustes entre la demanda y la oferta de cualificaciones en sectores concretos siguen constituyendo un lastre para la población activa, como se refleja en la contribución cada vez más negativa de la perturbación derivada de esos desajustes (barras turquesas).

Gráfico D
Determinantes de la población activa obtenidos del modelo



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.
Notas: Para más información sobre el modelo, véase la nota 4 a pie de página. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023.

En conclusión, el pronunciado aumento de la población activa tiene implicaciones importantes a la hora de entender la dinámica y la posición cíclica del mercado de trabajo. En primer lugar, como hay más personas dispuestas a trabajar además de los desempleados, un indicador cíclico de la holgura del mercado laboral ha de tener en cuenta el peso creciente de las transiciones de la inactividad al empleo. En segundo lugar, a igualdad de otros factores, es probable que la oferta de empleo tenga un efecto mitigador en las presiones salariales.

¿Cuál es la causa principal de la inflación reciente según los consumidores?

Dimitris Georganakos, Omiros Kouvavas, Aidan Meyler y Pedro Neves

Las percepciones de los consumidores con respecto a los factores que impulsan la inflación pueden ser un determinante importante de su comportamiento económico y de sus expectativas de inflación.

En general, las percepciones de cada persona motivadas por las narrativas imperantes tienen un impacto en sus acciones y en sus expectativas¹. Una de las narrativas que puede afectar al comportamiento económico son las percepciones sobre las fuentes de la inflación. La pregunta de cuál es el factor principal que está detrás del aumento de los precios ha adquirido más relevancia últimamente². Se trata de una cuestión importante porque puede afectar a las expectativas de los consumidores sobre la inflación futura y a su comportamiento real³. En este contexto, en junio de 2023, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores se les preguntó cuál pensaban que era el factor principal que explicaba la variación del nivel general de precios de los bienes y servicios en su país en los últimos doce meses⁴. Se proporcionaron tres respuestas posibles, que reflejaban los tres factores principales que pueden determinar la formación de precios en una empresa (los beneficios, los salarios y otros costes intermedios)⁵.

¹ Para consultar cómo influyen las narrativas en los sucesos y el comportamiento económicos, véase, por ejemplo, R. J. Shiller, *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton University Press, 2019.

² Véanse C. Lagarde, «Acabar con la persistencia de la inflación», discurso pronunciado en el Foro del BCE sobre Banca Central 2023 sobre «Estabilización macroeconómica en un entorno de inflación volátil» celebrado en Sintra, Portugal, 27 de junio de 2023; B. Bernanke y C. Blanchard, «What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?», documento preparado para la conferencia «The Fed: Lessons learned from the past three years» celebrada en el Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy de Brookings Institution, 23 de mayo de 2023; N.-J. Hansen, F. Toscani y J. Zhou, «Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains», IMF Blog, Fondo Monetario Internacional, 26 de junio de 2023.

³ Si, por ejemplo, los consumidores creen que la inflación se debe al incremento de los costes intermedios (por ejemplo, los precios de la energía y de las materias primas), es probable que piensen que la inflación es de carácter más transitorio, lo que puede llevar a una convergencia más rápida de las expectativas de inflación hacia el objetivo. Paralelamente, si piensan que los salarios o los beneficios son la causa principal de la subida de los precios, esto podría generar expectativas de inflación futura más persistentes y desancladas. Asimismo, es posible que los consumidores estén más dispuestos a pagar precios más altos cuando perciben que el elevado nivel de los precios es consecuencia de los costes intermedios de las empresas que cuando lo atribuyen principalmente a los beneficios empresariales.

⁴ La pregunta es la siguiente: «En su opinión, ¿cuál es el factor principal que explica la variación del nivel general de precios de los bienes y servicios en su país en los últimos doce meses?». Las opciones eran: «1. Los beneficios de las empresas», «2. Los costes salariales de las empresas», «3. Otros costes intermedios de las empresas (por ejemplo, energía, materias primas y otros costes empresariales)». La muestra abarca las seis mayores economías de la zona del euro (Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos) e incluye 10.308 respuestas de todos los países (Bélgica: 845, Alemania: 1.797, España: 2.268, Francia: 2.264, Italia: 2.267, Países Bajos: 867).

⁵ Debido a la posibilidad de que se produjesen efectos derivados del orden de las respuestas, que podían dar lugar a que los encuestados favorecieran la primera o la última opción, las opciones se ordenaron aleatoriamente para los más de 10.000 encuestados. El orden de las opciones tuvo un impacto estadísticamente significativo en las respuestas, pero reducido en términos económicos, y no tuvo un efecto importante en las medias agregadas ni en las clasificaciones de las tres opciones.

La mayoría de los consumidores creen que las variaciones de los precios se debieron principalmente a los costes intermedios, en segundo lugar, a los beneficios empresariales y en tercero, a los salarios. El panel a del gráfico A muestra la distribución de las respuestas. Otros costes intermedios (distintos de los salarios), que incluyen la energía y los bienes intermedios, fue la opción elegida por una clara mayoría (en torno al 65 %). Los beneficios empresariales ocuparon el segundo lugar (alrededor del 25 % de los encuestados seleccionaron esta explicación), y los salarios el tercero (8 %). La clasificación relativa de las opciones fue coherente en los distintos países y en todos los desgloses demográficos posibles⁶.

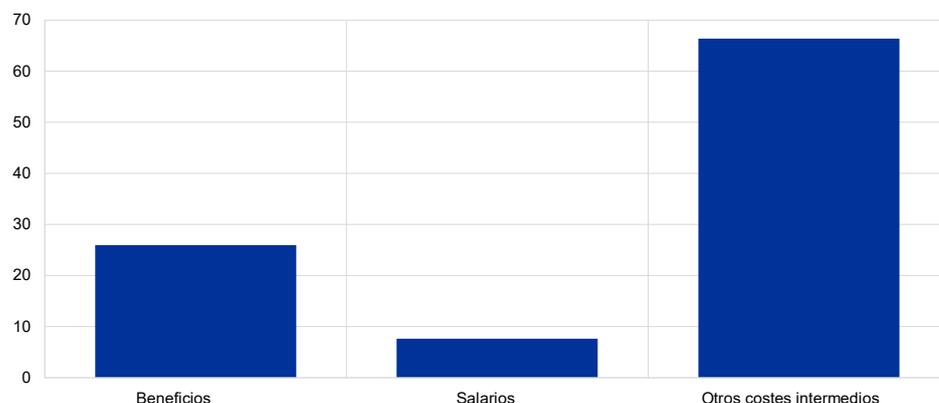
⁶ La clasificación relativa de las opciones es la misma en todos los desgloses posibles. Si bien se observan algunas diferencias de magnitud en función del grupo demográfico, las clasificaciones no varían.

Gráfico A

Percepción de las causas principales de la inflación

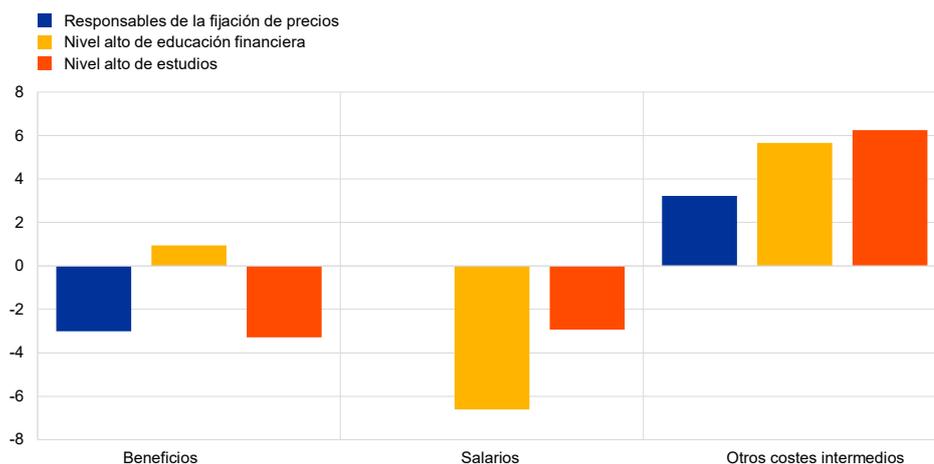
a) Percepción general

(porcentajes de consumidores)



b) Desglose por grupos de encuestados seleccionados

(puntos porcentuales, diferencia en el porcentaje de respuestas)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés).

Notas: Panel a: estimaciones ponderadas. Porcentaje de encuestados que eligen cada opción. Panel b: estimaciones ponderadas. Diferencias en el porcentaje de cada opción por grupo. Un nivel alto de educación financiera se contrapona a la ausencia de ese nivel de educación financiera (es decir, puntuaciones inferiores a 4 en la escala del 1 al 5). Se considera que un nivel alto de estudios es tener al menos un grado universitario o una titulación superior, y las respuestas se contraponen al resto. Los responsables de la fijación de precios forman un subgrupo de encuestados que indicaron que tienen responsabilidades de gestión específicas en materia de formación de precios y en contratación en particular.

Los encuestados que conocen las estrategias de fijación de precios de las empresas y los que tienen mayores niveles de educación financiera y de estudios señalan con más frecuencia otros costes intermedios como el factor principal. El panel b del gráfico A muestra cómo cambian los resultados en función de las características específicas de los encuestados. Los que ocupan puestos de gestión con responsabilidades explícitas en materia de formación de precios y en contratación (que significa que conocen las estrategias de fijación de precios) suelen responder con mayor frecuencia que otros que la razón principal son otros costes

intermedios⁷. Se observa un patrón similar en los encuestados con niveles altos de educación financiera o de estudios.

Aunque los salarios ocuparon el tercer lugar (es decir, el más bajo) en todos los países, existe una correlación entre las percepciones específicas de cada país y la evolución de los salarios en el país en cuestión. Pese a que los salarios ocuparon el puesto más bajo en todos los países, se observan algunas diferencias entre ellos. Los participantes en la encuesta que eligieron los salarios como factor principal fueron menos del 6 % en España e Italia, pero más del 10 % en Bélgica y Países Bajos. El panel a del gráfico B muestra las respuestas por país junto con las cifras reales del crecimiento de los salarios negociados. Bélgica y Países Bajos, con un mayor crecimiento porcentual de los salarios reales, también tienen el número más elevado de encuestados que seleccionaron los salarios como la causa principal de la inflación.

Los encuestados con responsabilidades de fijación de salarios son más propensos a indicar que estos son el factor principal. En el panel b del gráfico B se clasifica la opción de los salarios por grupo. Los que participan activamente en la fijación de salarios son, en efecto, los que es más probable que seleccionen esta opción. Esto podría reflejar que son más conscientes de la importancia que tienen los salarios en las estructuras de costes de las empresas que los consumidores que solo observan su renta personal. Más concretamente, los que ocupan puestos de gestión con responsabilidades en materia de fijación de salarios y los encuestados que se clasifican como trabajadores por cuenta propia con empleados son más propensos a elegir los salarios como la causa principal. En cambio, los asalariados y los trabajadores por cuenta propia sin empleados suelen referirse a los salarios como el factor principal con menos frecuencia.

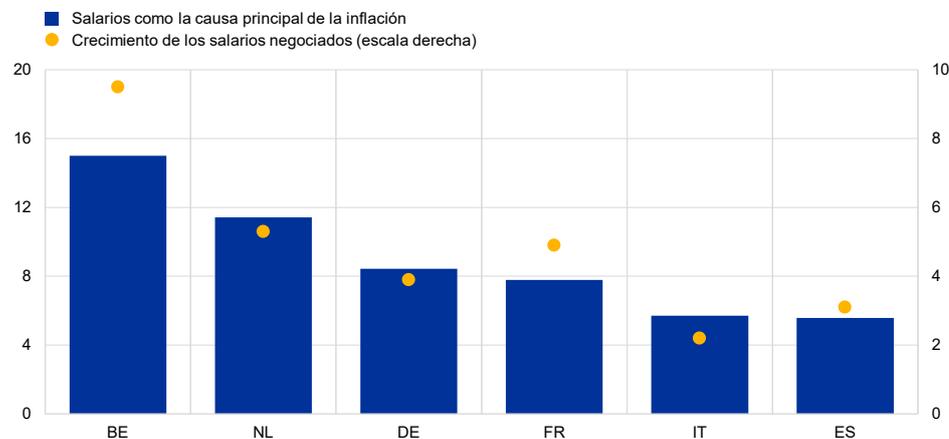
⁷ Los encuestados que tienen responsabilidades de gestión (en materia de fijación de precios o de salarios) representan alrededor del 14,5 % de la muestra emparejada. Si se analiza la información con más detalle, los que ocupan puestos de gestión con responsabilidades en materia de contratación y de formación de precios representan el 11,7 % (N=1.065) de la muestra emparejada total, mientras que aquellos con responsabilidades relativas a la fijación de salarios representan el 6,4 % (N=582) de esa muestra.

Gráfico B

Percepción de los salarios como la causa principal de la inflación

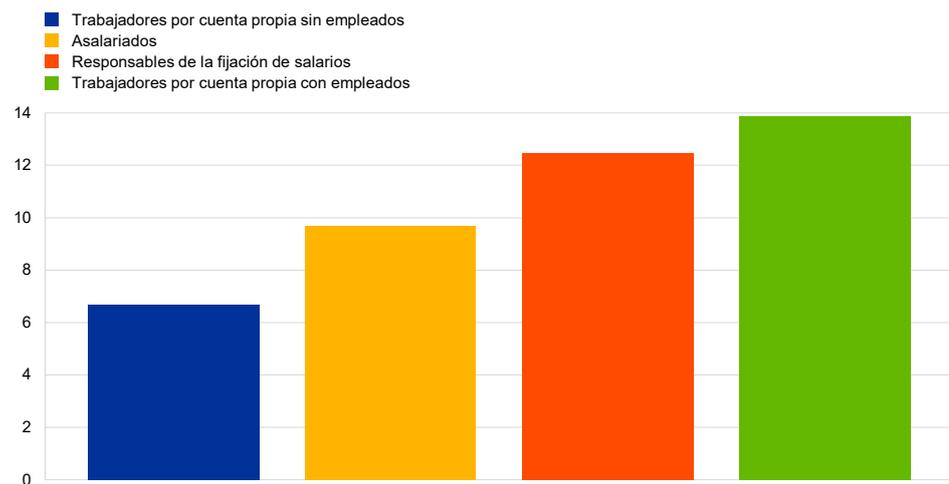
a) Desglose por país

(porcentaje de encuestados, tasa de variación interanual)



b) Desglose por grupos de encuestados seleccionados

(porcentaje de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: Panel a: estimaciones ponderadas. «Crecimiento de los salarios negociados» se refiere a la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en el primer trimestre de 2023, incluidos los pagos extraordinarios. Panel b: estimaciones ponderadas. Porcentaje de encuestados de cada grupo que seleccionaron los salarios como la causa principal de la inflación. Los trabajadores por cuenta propia se dividen en los que tienen empleados y los que no los tienen. Los responsables de la fijación de salarios son un subconjunto de encuestados que indican específicamente que tienen responsabilidades en ese ámbito.

Los encuestados que señalan que otros costes intermedios son el factor principal esperan que la inflación sea menos persistente.

Concretamente, suelen mostrar expectativas de inflación a medio plazo más bajas y una menor transmisión de las expectativas a corto plazo a las de medio plazo. En el cuadro A se cuantifica la correlación entre las respuestas y las expectativas de inflación a medio plazo (controlando por nivel de estudios, educación financiera, país y efectos fijos de tiempo)⁸. Los resultados sugieren que la explicación de los costes intermedios se asocia a un nivel más bajo de expectativas a medio plazo —

⁸ En este análisis se controla por otras variables que pueden afectar a las expectativas de inflación en un intento por identificar el efecto derivado únicamente de lo que se cree que impulsa la inflación y no el impacto de factores que pueden introducir distorsiones, como el nivel de estudios o la educación financiera.

0,46 puntos porcentuales, en promedio—, comparado con un grupo de base de encuestados que seleccionan los beneficios como el factor principal. Asimismo, si se examina la transmisión de las expectativas a corto plazo a las de medio plazo, el impacto condicional de los encuestados que responden «otros costes intermedios» refleja una tasa de transmisión del 32 %, frente a una tasa de transmisión incondicional del 60 %⁹. Por último, la probabilidad esperada de que el BCE mantenga la estabilidad de precios es 3,5-3,6 puntos porcentuales mayor para los que responden «otros costes intermedios» en vez de seleccionar las otras dos opciones. Esta asociación positiva es mayor que la relativa al nivel de estudios, la educación financiera o la renta.

Cuadro A

Expectativas de inflación y causas de la inflación

Modelo	Causas principales de la inflación		Nivel de educación financiera		Nivel de estudios		Expectativas de inflación a un año vista	Interacción a un año vista con los salarios	Interacción a un año vista con otros costes intermedios	Controles por país	Efectos fijos de tiempo	
	Salarios	Otros costes intermedios	Medio	Alto	Medio	Alto						
Variable dependiente:												
Expectativas de inflación a tres años vista	-0,2	-0,46**	-0,82***	-1,87**	-0,69**	-1,13**					Sí	Sí
	-0,156	-0,09	-0,122	-0,112	-0,134	-0,125						
Expectativas de inflación a tres años vista	0,45	-0,31**	-0,43**	-0,91**	-0,59	-0,89**	0,60**	0	0,03**		Sí	Sí
	-0,142	-0,086	-0,096	-0,088	-0,106	-0,099	-0,005	-0,01	-0,006			
Probabilidad de que el objetivo se cumpla en tres años		3,60**	1,51**	3,60**	-0,71	1,27**					Sí	Sí
		-0,42	-0,63	-0,58	-0,69	-0,66						
Probabilidad de que el objetivo se cumpla en tres años		3,48**	1,52**	3,33**	-0,78	1,13**	-0,37**				Sí	Sí
		-0,42	-0,68	-0,58	-0,68	-0,65	-0,02					

Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: Estimaciones ponderadas. La muestra refleja la mayoría de los que respondieron a la pregunta de las causas de la inflación (en torno a 9.500) y solo se han excluido algunas observaciones que no se emparejaron. Las categorías se muestran en relación con la categoría de base, que es «beneficios» para las respuestas y «bajo» para el nivel de educación financiera y de estudios. El nivel de educación financiera se define como: bajo = puntuaciones 1-2, medio = 3, alto = 4-5. El nivel de estudios se define como: bajo = hasta educación secundaria obligatoria, medio = desde el instituto hasta la universidad, alto = educación terciaria.

Un asterisco (*) denota significatividad estadística al 10 %. Dos asteriscos (**) denotan significatividad estadística al 5 %. Tres asteriscos (***) denotan significatividad estadística al 1 %.

La selección de «otros costes intermedios» como la causa principal de la inflación presenta una correlación con los consumidores que creen que el

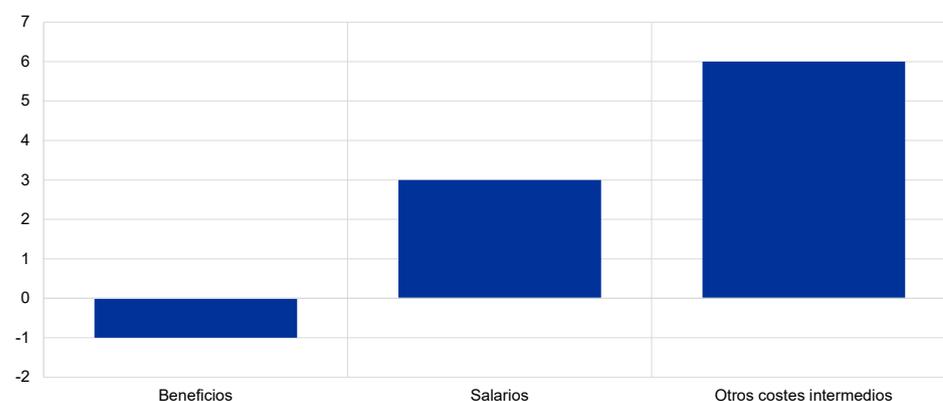
⁹ Para calcular el impacto condicional, se ha añadido la transmisión de las expectativas a un año vista a las de tres años vista (0,60) con la respuesta de variable ficticia (*dummy*) 3 (-0,31) y el plazo de interacción (0,03). El efecto marginal aumenta (0,03) a medida que se incrementa la expectativa a un año, pero parte de un nivel significativamente más bajo (-0,31) en los encuestados que eligieron «otros costes intermedios» como el factor principal.

BCE podrá mantener la estabilidad de precios en un plazo de tres años. La opinión de que otros costes intermedios son el factor principal (y, por tanto, la probabilidad de que los encuestados interpreten que las causas de la inflación son más transitorias) guarda una fuerte correlación con la percepción de los consumidores de que el BCE podrá lograr la estabilidad de precios en tres años¹⁰. El gráfico C muestra que la probabilidad mediana percibida de que el BCE mantenga la estabilidad de precios en un plazo de tres años es mayor cuando se opta por la explicación de «otros costes intermedios». La probabilidad es menor cuando se eligen los salarios y la más baja corresponde a la respuesta «beneficios» como la causa principal de la inflación.

Gráfico C

Probabilidad percibida de que el BCE mantenga la estabilidad de precios en un plazo de tres años y percepciones sobre las fuentes de inflación

(puntos porcentuales)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: Estimaciones ponderadas. Las barras señalan la probabilidad mediana por factor menos la probabilidad mediana total. Las probabilidades o posibilidades de que el BCE mantenga la estabilidad de precios se calculan en función de las respuestas a la pregunta: «¿Qué probabilidad cree que hay de que el Banco Central Europeo (BCE) mantenga la estabilidad de precios en la economía de la zona del euro en los próximos tres años?». La respuesta posible va de 1 a 100.

En conjunto, esta nueva evidencia obtenida de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores sugiere que las percepciones sobre las causas principales de la inflación actual se asocian a la manera en que los consumidores forman sus expectativas de inflación a medio plazo. Si bien la mayoría de los encuestados consideraron que otros costes intermedios eran la causa principal de la inflación en los doce meses transcurridos hasta junio de 2023, en adelante es necesario hacer un estrecho seguimiento para determinar si los beneficios o los salarios se perciben como un factor más relevante. También resultará de utilidad analizar si esto estaría asociado a un posible impacto al alza en las expectativas de inflación a medio plazo y a una menor probabilidad percibida de que el BCE pueda mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

¹⁰ La probabilidad mediana incondicional se sitúa actualmente en el 42 %. Sin embargo, resulta difícil interpretar este indicador sin una serie temporal más larga. Por consiguiente, el análisis se centra en las diferencias transversales. El indicador subyacente se diseñó en el contexto de un proyecto de investigación cuyo objetivo era examinar la eficacia de la comunicación del BCE con respecto a la revisión de su estrategia en 2021; véase M. Ehrmann, D. Georgarakos y G. Kenny, «[Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy](#)», *Working Paper Series*, n.º 2785, BCE, 2023.

5 El cambio climático y la inversión y financiación verde de las empresas de la zona del euro: resultados de la encuesta SAFE

Annalisa Ferrando, Johannes Groß y Judit Rariga

En este recuadro se examina cómo perciben los riesgos climáticos las empresas de la zona del euro, así como sus planes de inversión y sus necesidades de financiación para mitigar los efectos del cambio climático.

Entre el 25 de mayo y el 26 de junio de 2023, el Banco Central Europeo (BCE) llevó a cabo una ronda piloto de la [Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación \(SAFE, por sus siglas en inglés\)](#), que incluía por primera vez preguntas específicas relativas al impacto del cambio climático en las empresas de la zona del euro¹. En concreto, se preguntó a las empresas sobre: i) la importancia que otorgan a las consecuencias de los riesgos físicos y de transición, ii) su comportamiento inversor para mitigar los riesgos o reducir el impacto medioambiental negativo de sus actividades económicas, iii) las distintas fuentes elegidas para financiar las inversiones relacionadas con el cambio climático y iv) los posibles obstáculos para obtener la financiación necesaria.

La literatura existente suele clasificar los riesgos climáticos en riesgos físicos y riesgos de transición, en función de sus determinantes. Los riesgos físicos tienen su origen en el impacto físico del cambio climático en la economía, incluidos los fenómenos meteorológicos extremos y los cambios en los patrones climáticos. Los riesgos de transición se derivan de la implementación de estándares climáticos más estrictos, de la regulación y de las políticas de fijación de precios del carbono para impulsar la transición a una economía baja en carbono. Los riesgos físicos se pueden subdividir en riesgos físicos graves, que están relacionados con fenómenos naturales —como incendios, tormentas e inundaciones— y riesgos crónicos, que se asocian a cambios a más largo plazo en los patrones climáticos y que provocan la degradación del entorno natural y el agotamiento de los recursos naturales².

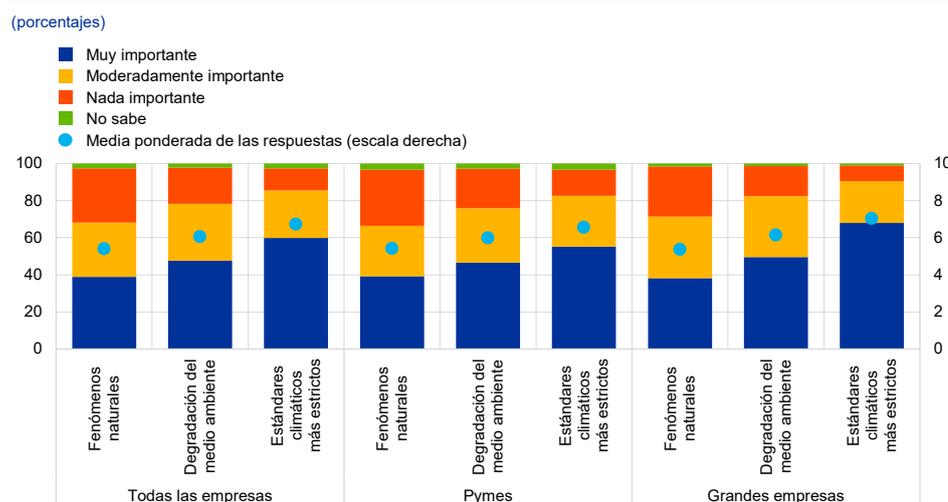
¹ El objetivo de esta ronda piloto de la SAFE era analizar varios cambios que está previsto introducir en la encuesta, en concreto: i) aumentar su frecuencia de semestral a trimestral, con el fin de ofrecer información más coyuntural sobre las condiciones de financiación de las empresas, ii) incluir nuevas preguntas cuantitativas de carácter prospectivo sobre variables económicas fundamentales y iii) permitir la incorporación de preguntas *ad hoc* nuevas. Los resultados de esta ronda piloto aún no se han publicado en el sitio web del BCE, y está previsto hacerlo una vez finalizada la evaluación de calidad de las respuestas. La muestra de empresas de la zona del euro que participaron en esta ronda de la SAFE era inferior a la de la encuesta periódica. La selección de las empresas se hizo mediante un muestreo aleatorio estratificado por país, categorías de tamaño y actividad económica, con el fin de que fuera representativa de la población de empresas de la zona del euro. El tamaño total de la muestra fue de 5.733 empresas, de las que 5.233 (el 91 %) eran pymes (con menos de 250 empleados). En la encuesta piloto participaron empresas de Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal, Eslovaquia y España.

² Véanse Banco de Pagos Internacionales, [Climate-related risk drivers and their transmission channels](#), abril de 2021, y Network for Greening the Financial System, [Macroeconomic and financial stability: implications of climate change](#), julio de 2019. Véase también el artículo del blog del BCE elaborado por Frank Elderson [The economy and banks need nature to survive](#), junio de 2023.

La preocupación por las consecuencias del cambio climático en los próximos cinco años es bastante generalizada entre las empresas de la zona del euro (gráfico A). El 60 % de las empresas de la zona del euro encuestadas indicaron que los riesgos de transición asociados a unos estándares climáticos más estrictos son «muy importantes» para ellas³. Los riesgos de transición derivados de dichos estándares, de la regulación y de los sistemas de fijación de precios del carbono preocupaban más a las grandes empresas que a las pequeñas y medianas empresas (pymes). Además, el 39 % de los encuestados estaban muy preocupados por los fenómenos naturales (puntuación de 7 o más en una escala de 1 a 10), mientras que el 48 % señaló el mismo grado de preocupación por la degradación del medio ambiente. Esto indica que hay más empresas que sienten preocupación por las consecuencias de la degradación del medio ambiente, aun cuando no consideren que sus propias actividades son vulnerables a fenómenos naturales inmediatos.

Gráfico A

Importancia de las consecuencias del cambio climático para las empresas de la zona del euro en los próximos cinco años



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

Notas: Se pidió a las empresas que indicaran la importancia de las consecuencias del cambio climático para su modelo de negocio actual a cinco años vista en una escala de 1 (nada importante) a 10 (sumamente importante). En el gráfico, la escala se ha dividido en tres categorías de importancia: baja (1-3), moderada (4-6) y alta (7-10). La puntuación media se ha ponderado por categoría de tamaño, actividad económica y país para reflejar la estructura económica de la población subyacente de empresas.

A las empresas les preocupa el riesgo físico originado por el cambio climático, en particular en las zonas costeras y en las regiones en las que se han producido más incendios, mientras que la preocupación por el riesgo de transición se distribuye de manera más homogénea entre las regiones de la zona del euro (gráfico B). Un análisis regional de la importancia que conceden las empresas a las consecuencias del cambio climático pone en evidencia que la

³ La encuesta del BCE a empresas líderes sobre el impacto del cambio climático en la actividad económica y en los precios que se llevó a cabo a principios de 2022 arrojó resultados similares. Cuando se preguntó a las empresas participantes acerca del impacto principal del cambio climático sobre su actividad, alrededor de dos terceras partes mencionaron riesgos asociados a la transición a una economía de cero emisiones netas, mientras que la mitad de ellas también señalaron los riesgos físicos derivados del cambio climático. [El impacto del cambio climático sobre la actividad y los precios: mensajes de una encuesta a empresas líderes](#), *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

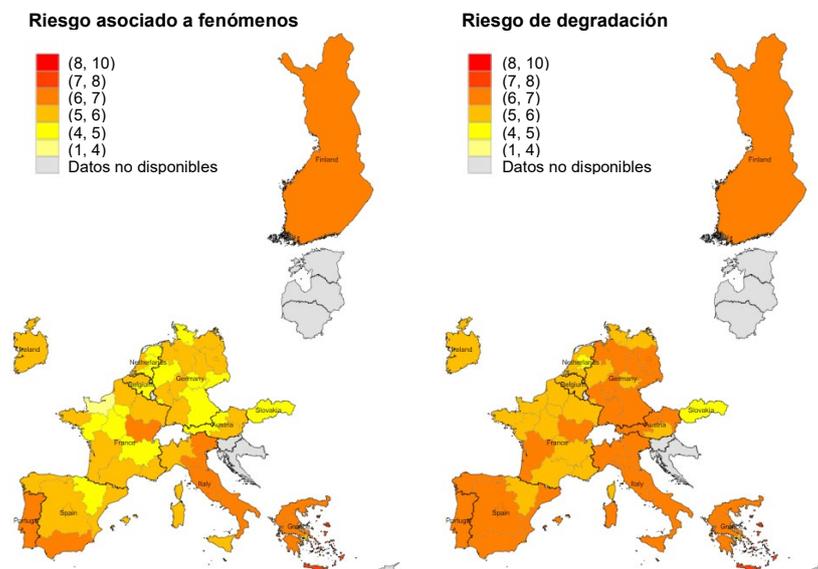
preocupación por los fenómenos naturales es más apreciable en regiones costeras o en zonas históricamente vulnerables a sequías, incendios o inundaciones, en particular en los países del sur de Europa y en los países nórdicos (parte izquierda del panel a del gráfico B). En cambio, la preocupación por la degradación del medio ambiente se concentra principalmente en las regiones afectadas por el turismo o la industria pesada (parte derecha del panel a del gráfico B). Por otra parte, el riesgo de transición, en comparación con el riesgo físico, no solo es motivo de preocupación para más empresas, como se muestra en el gráfico A, sino que la preocupación también se distribuye de manera más uniforme entre las regiones de la zona del euro (panel b del gráfico B). Habida cuenta de que la regulación climática se establece principalmente a escala nacional o europea, la importancia que otorgan las empresas al riesgo de transición es más homogénea dentro de cada país que la preocupación por el riesgo físico, que estaría más condicionada por el ámbito regional.

Gráfico B

Importancia de las consecuencias del cambio climático en los próximos cinco años, distribución geográfica

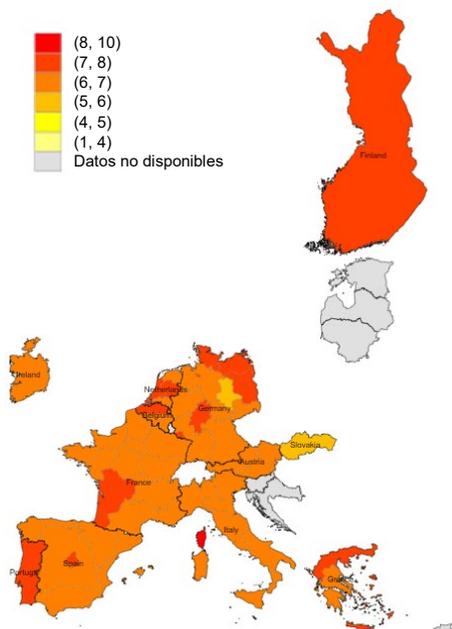
a) Riesgo físico

(puntuaciones medias ponderadas)



b) Riesgo de transición

(puntuaciones medias ponderadas)



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

Notas: Los mapas muestran la puntuación media ponderada de la importancia de las consecuencias del cambio climático para las empresas en los próximos cinco años distinguiendo por principales regiones socioeconómicas basadas en la NUTS1 (clasificación de 2016) de la zona del euro. Se pidió a las empresas que indicaran la importancia de las consecuencias del cambio climático (fenómenos naturales, degradación del medio ambiente y estándares climáticos más estrictos) para su modelo de negocio actual a cinco años vista en una escala de 1 (nada importante) a 10 (sumamente importante). Las puntuaciones medias ponderadas a nivel de la NUTS1 son medias de las respuestas dentro de cada rango ponderadas por categoría de tamaño, actividad económica y país para reflejar la estructura económica de la población subyacente de empresas.

La preocupación de las empresas por los riesgos asociados a fenómenos naturales a nivel de cada país refleja pérdidas incurridas en el pasado y está correlacionada con los riesgos esperados en el futuro (gráfico C). El panel superior del gráfico C muestra una relación positiva clara entre la puntuación media ponderada obtenida de la pregunta de la encuesta sobre la relevancia de los riesgos asociados a fenómenos naturales para la actividad de las empresas y las pérdidas acumuladas incurridas anteriormente como consecuencia de diferentes catástrofes acaecidas en los últimos 40 años en los distintos países⁴. Sin embargo, la correlación es menos estrecha si las puntuaciones por países basadas en la encuesta —agrupadas en categorías de riesgo bajo, medio y alto— se comparan con un indicador prospectivo obtenido de aproximar las pérdidas anuales esperadas en los préstamos a empresas de las entidades de crédito como resultado de fenómenos naturales en un escenario climático de referencia (parte inferior del gráfico C)⁵. Las valoraciones de las empresas de aumento de los riesgos presentan una correlación débil con unas pérdidas futuras esperadas considerablemente más elevadas causadas por el cambio climático. Además, en las categorías en las que las empresas conceden importancia alta al riesgo de fenómenos naturales, la distribución de las pérdidas esperadas es más amplia, lo que podría indicar que en las evaluaciones de riesgos de las empresas todavía no se tiene plenamente en cuenta la evolución futura del cambio climático, dado el grado de incertidumbre en torno a los escenarios climáticos futuros.

⁴ Para más información relativa a los datos sobre pérdidas pasadas debidas al cambio climático, véase [Natural Catastrophe Database \(CATDAT\)](#).

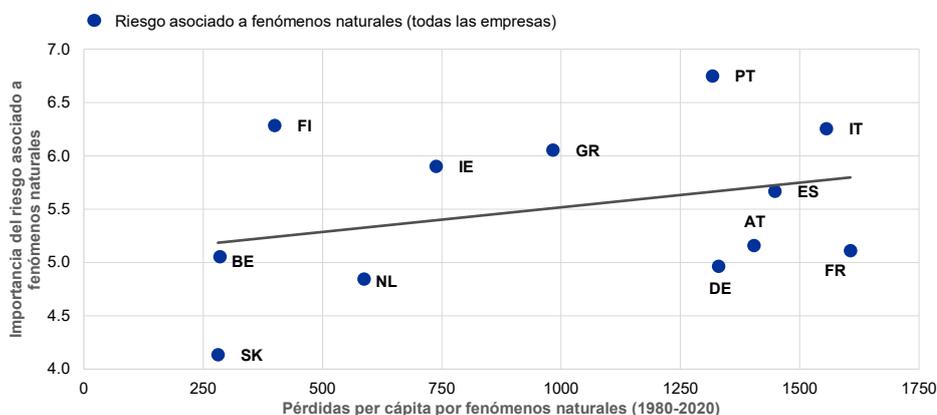
⁵ A partir del escenario de referencia (JRC 2017) del Centro Común de Investigación (JRC, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea, las pérdidas anuales esperadas a nivel de cada país como consecuencia de fenómenos naturales (inundaciones de zonas costeras y fluviales y temporales de viento) se aproximan por la suma de las puntuaciones de riesgo de cada empresa, ponderadas por el porcentaje de sus exposiciones crediticias, de renta fija y de renta variable frente a instituciones financieras. Las puntuaciones de riesgo de las empresas indican el porcentaje de las carteras en riesgo cada año en términos de activos totales estimados utilizando funciones de daños del JRC (Huizinga, De Moel y Szewczyk, 2017). Para más detalles sobre los indicadores analíticos de riesgos físicos y sobre la metodología, véase [ECB Climate-Related Indicators – Analytical indicators on physical risks](#).

Gráfico C

Importancia de los riesgos asociados a fenómenos naturales a cinco años vista con respecto a pérdidas pasadas y esperadas derivadas de tales riesgos

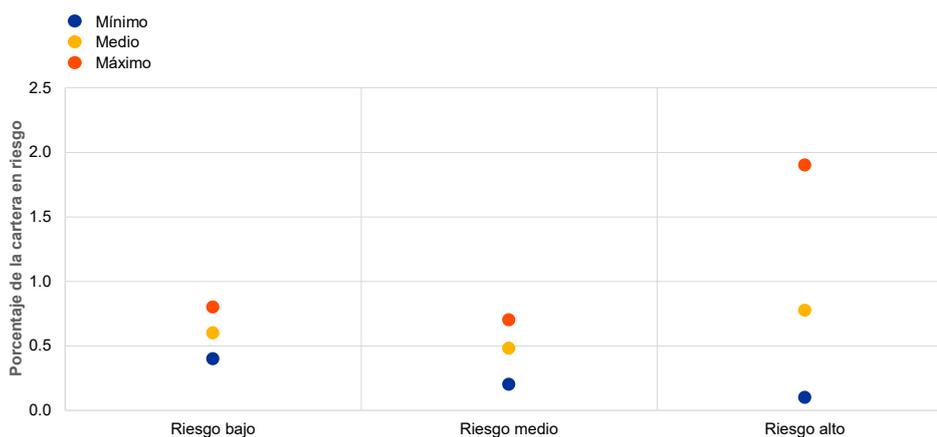
a) Pérdidas históricas derivadas de los riesgos asociados a fenómenos naturales

(eje de abscisas: puntuaciones medias ponderadas de las respuestas de la encuesta; eje de ordenadas: millones de euros)



b) Riesgos futuros esperados

(eje de abscisas: porcentaje; eje de ordenadas: grupos de riesgo de las respuestas de la encuesta)



Fuentes: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea, Integrated Natural Catastrophe Database (CATDAT), indicadores analíticos del BCE sobre riesgo físico y cálculos del BCE.

Notas: Se pidió a las empresas participantes en la SAFE que indicaran la importancia de las consecuencias de los riesgos asociados a fenómenos naturales para su modelo de negocio actual a cinco años vista en una escala de 1 (nada importante) a 10 (sumamente importante). Las puntuaciones medias ponderadas que se muestran en el eje de abscisas del panel a son medias de las respuestas de cada país utilizando el número de encuestados ponderado. El eje de ordenadas del panel a indica el valor de los daños económicos causados por fenómenos meteorológicos y climáticos extremos durante el período 1980-2020. El eje de abscisas del panel b muestra la distribución de la exposición en riesgo normalizada, que cuantifica, desde la perspectiva de las entidades de crédito, el porcentaje de la cartera en riesgo a través de sus exposiciones crediticias, de renta fija y de renta variable a empresas no financieras a nivel de países. En el eje de ordenadas del panel b, los países con puntuaciones medias del riesgo asociado a fenómenos naturales inferiores a 5 se clasifican como de riesgo bajo, de riesgo medio si la puntuación se sitúa entre 5 y 6, y de riesgo alto si es más de 6. En el panel b se excluye a los Países Bajos (NL) porque el indicador de pérdidas anuales esperadas no tiene en cuenta las medidas de mitigación actuales y futuras, de modo que ese país se ha clasificado como un caso atípico.

La mayoría de las empresas consideraban que habían realizado o tenían previsto realizar suficientes inversiones para afrontar el cambio climático. La mitad de las empresas de la zona del euro participantes en la encuesta estimaba que había realizado suficientes inversiones para frenar su propio impacto medioambiental negativo, mientras que el 24 % planeaba acometer inversiones en los próximos cinco años. Al mismo tiempo, el 32 % señaló que había realizado inversiones para mitigar el efecto del riesgo asociado a fenómenos naturales y el 23 % tenía intención de hacerlo en los próximos cinco años. Por categorías de

tamaño, las grandes empresas parecen ser más activas en la reducción del impacto negativo de su actividad en el medio ambiente.

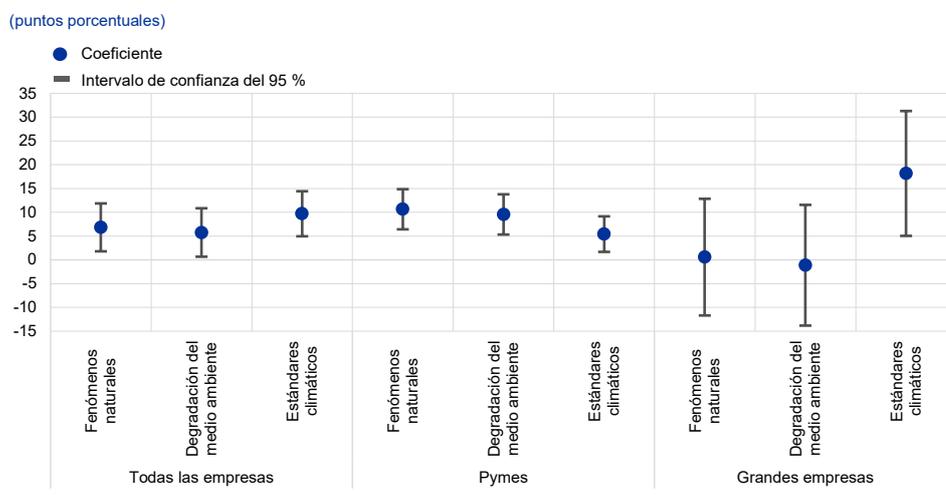
Unos estándares climáticos más estrictos ofrecen un mayor incentivo a las empresas que los fenómenos naturales o la degradación del medio ambiente para invertir en la mitigación del cambio climático (gráfico D). Las regresiones en forma reducida que estudian el impacto conjunto de los tres riesgos principales del cambio climático en las inversiones de las empresas relacionadas con el clima sugieren que unos estándares climáticos más estrictos podrían impulsar a las empresas a invertir relativamente más (10 puntos porcentuales [pp]) que los riesgos asociados a fenómenos naturales (7 pp) o la degradación del medio ambiente (6 pp)⁶. Con todo, en el caso de las pymes, unos estándares climáticos más estrictos probablemente no afectarán a las inversiones de forma más significativa que la preocupación por los fenómenos naturales o la degradación del entorno natural. En cambio, en el caso de las grandes empresas, unos estándares climáticos más estrictos son más importantes para sus planes de inversión. En general, para las empresas podría ser más sencillo calcular los costes asociados a unos estándares más estrictos (por ejemplo, un impuesto sobre el carbono) que evaluar la probabilidad y las consecuencias de una catástrofe natural. En consecuencia, unos estándares más estrictos podrían incentivar más a las empresas a invertir en la mitigación del cambio climático. Las grandes empresas también deberían adquirir mayor concienciación de su impacto climático habida cuenta de las crecientes presiones para publicar información sobre aspectos relacionados con la sostenibilidad⁷.

⁶ La literatura también pone de relieve el papel de los impuestos sobre el carbono para impulsar la producción y la innovación en las tecnologías verdes. Véanse D. Acemoglu, P. Aghion, L. Bursztyn y D. Hemous, «[The Environment and Directed Technical Change](#)», *American Economic Review*, vol. 102, n.º 1, febrero de 2012, y D. Acemoglu, U. Akcigit, D. Hanley y W. Kerr, «[Transition to Clean Technology](#)», *Journal of Political Economy*, volumen 124, n.º 1, febrero de 2016. Aunque a la mayoría de las empresas de la UE les preocupa el riesgo físico, pocas invierten para lograr mayor capacidad de resistencia, véase Banco Europeo de Inversiones, «[What drives firms' investment in climate action? Evidence from the 2022-2023 EIB Investment Survey](#)», 14 de junio de 2023.

⁷ En el enlace [Corporate Sustainability Reporting](#) se ofrece información más detallada sobre la legislación de la Unión Europea en esta materia relativa a grandes empresas y empresas cotizadas (incluidas pymes cotizadas).

Gráfico D

Consecuencias del cambio climático e inversión para mitigar su impacto



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

Notas: En el gráfico se presentan coeficientes de regresión que muestran el impacto de las consecuencias del cambio climático para las empresas de la zona del euro en los próximos cinco años sobre las inversiones relacionadas con el clima realizadas o previstas. Las variables ficticias (*dummy*) de fenómenos naturales, degradación del medio ambiente y estándares climáticos más estrictos toman un valor de 1 si la empresa indica que estos motivos de preocupación son muy importantes, es decir, se sitúan en un valor mínimo de 7 en una escala de 1 (nada importante) a 10 (sumamente importante). La variable resultante es 1 si las empresas han invertido o prevén invertir en la reducción del riesgo asociado a fenómenos naturales o su propio impacto medioambiental negativo en los próximos cinco años. Se ha controlado por la cifra de negocios de las empresas, sus costes laborales y sus costes de los consumos intermedios, excluidos los costes laborales, y la regresión incluye efectos fijos de tamaño de la empresa (empleo), tiempo, sector y ubicación a nivel de la NUTS1. Las líneas verticales representan intervalos de confianza del 95 %.

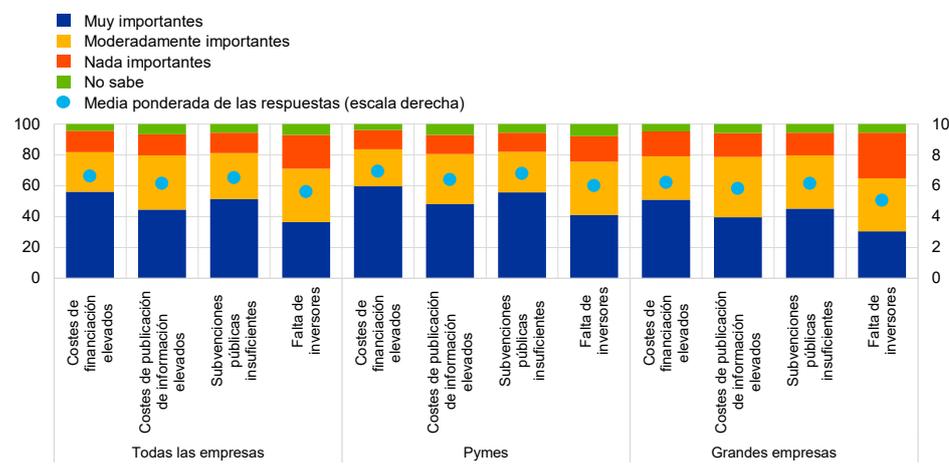
Las empresas encuestadas señalaron varios obstáculos que dificultaban el acceso a la financiación necesaria para inversiones destinadas a reducir los riesgos asociados a fenómenos naturales o cumplir unos estándares climáticos más estrictos (gráfico E). Más de la mitad de las empresas indicaron que unos costes de financiación demasiado elevados e insuficientes subvenciones públicas constituían obstáculos muy importantes para poder acometer inversiones relacionadas con el clima⁸. Es posible que las empresas consideren que los costes son elevados porque podrían no estar internalizando de manera suficiente los beneficios de abordar los riesgos climáticos. Los costes excesivamente elevados asociados a la publicación de información medioambiental también fueron mencionados como un obstáculo muy importante por el 45 % de las empresas, mientras que el 37 % consideraba que la falta de disposición de los inversores a financiar inversiones verdes era una preocupación muy importante. En el caso de las pymes, todos los obstáculos para obtener financiación para inversiones son motivo de más preocupación que para las grandes empresas.

⁸ A partir de datos de encuestas a empresas, R. De Haas, R. Martin, M. Muûls y H. Schweiger, «[Managerial and financial barriers to the green transition](#)», llegan a la conclusión de que las restricciones de crédito y unas prácticas de gestión deficientes en materia ecológica frenan la inversión empresarial en tecnologías verdes.

Gráfico E

Obstáculos para obtener financiación para inversiones destinadas a reducir los riesgos asociados a fenómenos naturales o cumplir unos estándares climáticos más estrictos

(porcentajes)



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

Notas: Se pidió a las empresas que indicaran la importancia de los obstáculos para obtener financiación para inversiones destinadas a reducir los riesgos asociados a fenómenos naturales o cumplir con estándares climáticos en una escala de 1 (nada importante) a 10 (sumamente importante). En el gráfico, la escala se ha dividido en tres categorías de importancia: baja (1-3), moderada (4-6) y alta (7-10). La muestra incluye a empresas que ya han invertido o prevén invertir en políticas verdes.

Los resultados de la encuesta ponen de relieve el destacado papel que desempeñan los avales públicos para préstamos y la financiación del sector privado para dirigir recursos hacia la ecologización de la economía (gráfico F).

Aparte de los préstamos no subvencionados y los beneficios no distribuidos, los préstamos subvencionados son una importante fuente de financiación de las empresas, más para las pymes que para las grandes empresas. Según se indica en la SAFE, en el primer semestre de 2023, el 19 % de las empresas recurrieron a préstamos no subvencionados para financiar su actividad, mientras que solo el 9 % la financió mediante préstamos subvencionados. Asimismo, en lo que respecta a las inversiones relacionadas con el clima, el 24 % de las empresas tienen previsto utilizar préstamos no subvencionados, y un porcentaje más elevado, el 34 %, planea emplear préstamos subvencionados. Resultados recientes de la encuesta del BCE sobre préstamos bancarios en la zona del euro ponen de manifiesto que las entidades de crédito están prestando más atención a los riesgos climáticos y que las crecientes requerimientos de información, junto con las medidas de apoyo fiscal, tienen un impacto positivo en los préstamos a empresas verdes⁹. Por ejemplo, las entidades participantes en la encuesta indicaron que los criterios de concesión del crédito y las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos a empresas verdes se

⁹ Véase «The euro area bank lending survey – Second quarter of 2023», BCE, 25 de julio de 2023. En función de la disponibilidad de datos, las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios utilizaron diversas fuentes para distinguir entre empresas verdes y no verdes, como información específica de los estados financieros, informes de sostenibilidad sobre datos de emisiones y, si estaban disponibles, planes de transición, en especial en el caso de las empresas de mayor tamaño, así como información recopilada relativa a los nuevos préstamos concedidos basándose en cuestionarios (generalmente relacionados con criterios ambientales, sociales y de gobernanza) a los prestatarios. En cambio, según las entidades encuestadas, para evaluar el riesgo climático asociado a los préstamos a pymes usaron con frecuencia estimaciones y medias sectoriales.

habían relajado, mientras que, en general, se habían endurecido para las empresas no verdes. A este respecto, es posible que las entidades de crédito sigan percibiendo que el crédito a empresas no verdes comporta mayor riesgo que el otorgado a sus homólogas verdes¹⁰. Por lo tanto, el uso de avales públicos podría mitigar este riesgo, facilitando así el proceso de transición climática también para las empresas que, aunque tienen planes de transición, no son consideradas verdes por las entidades.

Por el lado de las empresas, las regresiones en forma reducida que estudian el impacto conjunto de las fuentes de financiación sobre las inversiones relacionadas con el clima confirman que el recurso a los préstamos subvencionados y a los beneficios no distribuidos aumenta las probabilidades de inversión en 7 pp y 8 pp, respectivamente (panel b del gráfico F). Además, los resultados subrayan la importancia de las acciones y participaciones de capital para impulsar la inversión de las empresas en la reducción del riesgo asociado a fenómenos naturales y su propio impacto medioambiental negativo¹¹.

¹⁰ Véanse B. Buchetti, I. Miquel-Flores, S. Perdichizzi y A. Reghezza, «[Greening the Economy: How Public-Guaranteed Loans Influence Firm-Level Resource Allocation](#)», junio de 2023, y F. Lamperti, V. Bosetti, A. Roventini, M. Tavoni y T. Treibich, «[Three green financial policies to address climate risks](#)», *Journal of Financial Stability*, volumen 54, junio de 2021.

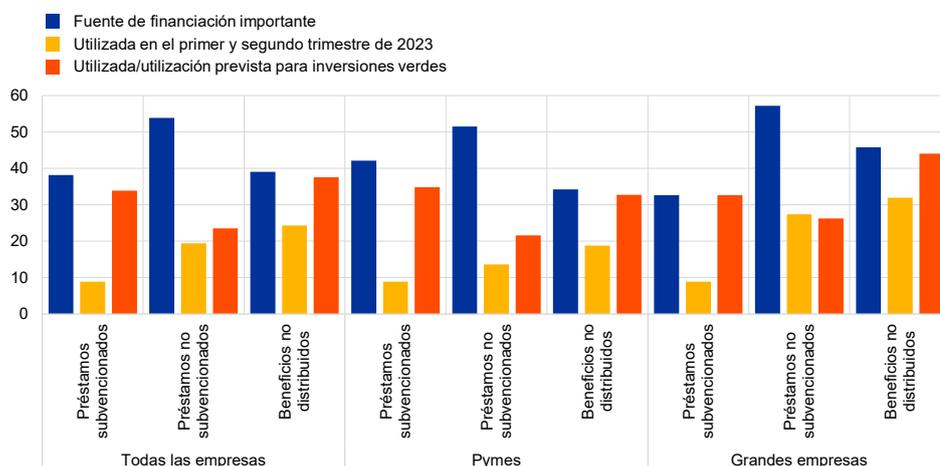
¹¹ Véase R. De Haas y A. Popov, «[Finance and Green Growth](#)», *The Economic Journal*, vol. 133, número 650, febrero de 2023, pp. 637–668.

Gráfico F

Uso de fuentes de financiación para inversiones destinadas a reducir la exposición a riesgos asociados a fenómenos naturales y a políticas climáticas

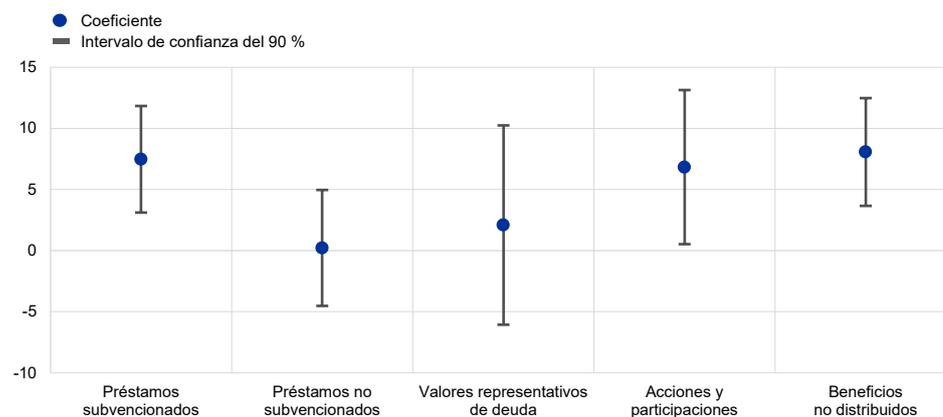
a) Uso de fuentes de financiación

(porcentajes)



b) Impacto de las fuentes de financiación en las inversiones relacionadas con el clima

(puntos porcentuales)



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

Notas: Los datos se refieren a empresas que ya han invertido o tienen previsto invertir en políticas verdes. En el panel a, las barras azules muestran el porcentaje de empresas que consideran que determinadas fuentes de financiación son importantes para su actividad (las han utilizado en el pasado o consideran utilizarlas en el futuro) y las barras amarillas señalan el porcentaje de empresas que han usado una fuente de financiación determinada en el primer trimestre o en los dos primeros trimestres de 2023. Las barras rojas indican el porcentaje de empresas que han utilizado o prevén utilizar determinadas fuentes de financiación para inversiones destinadas a reducir la exposición a riesgos asociados a fenómenos naturales y a las políticas climáticas. En el panel b se presentan los coeficientes de regresión de las fuentes de financiación de las empresas de la zona del euro en las inversiones realizadas o previstas con objetivos relacionados con el clima. Las variables ficticias (*dummy*) de préstamos subvencionados, préstamos no subvencionados, valores representativos de deuda, acciones y participaciones y beneficios no distribuidos toman un valor de 1 si la empresa ha señalado que utiliza o prevé utilizar estas fuentes de financiación para inversiones verdes. La variable dependiente es una variable ficticia que toma un valor de 1 si las empresas han invertido o tienen previsto invertir en la reducción del riesgo asociado a fenómenos naturales o su propio impacto medioambiental negativo en los próximos cinco años y de 0 si la empresa no ha realizado ninguna inversión. La regresión incluye efectos fijos de tamaño de la empresa, tiempo, sector y ubicación a nivel de la NUTS1. Las líneas verticales representan intervalos de confianza del 90 %.

6 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 10 de mayo y el 1 de agosto de 2023

Jens Budde y Petra Fricke

En este recuadro se describen la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el tercer y el cuarto período de mantenimiento de reservas de 2023. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 10 de mayo y el 1 de agosto de 2023 (el «período de referencia»).

El Consejo de Gobierno del BCE subió sus tres tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos en sus reuniones del 4 de mayo y del 15 de junio de 2023.

Estos aumentos se hicieron efectivos en el tercer y el cuarto período de mantenimiento de reservas de 2023, respectivamente.

El exceso de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro disminuyó significativamente durante el período de referencia. Esta disminución se debió al vencimiento de la cuarta operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y a los reembolsos anticipados por parte de las entidades de crédito de la financiación obtenida en otras TLTRO el 28 de junio de 2023. Otro factor, aunque con menor influencia, fue la reducción gradual del tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP) tras la finalización de las reinversiones del Eurosistema en el marco del APP a partir del 1 de julio. Sin embargo, la contracción continuada de los factores autónomos netos, que aportó liquidez al sistema, compensó en parte el descenso del exceso de liquidez. Estos factores han estado cayendo desde que finalizó el entorno de tipos de interés negativos en julio de 2022, debido principalmente al descenso de los depósitos de las Administraciones Públicas.

Necesidades de liquidez

Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se redujeron, en promedio, en 189,8 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.836,9 mm de euros. Si se compara con el primer y el segundo período de mantenimiento de 2023, esta reducción obedeció casi íntegramente a una disminución de 189,4 mm de euros —hasta los 1.671,9 mm de euros— de los factores autónomos netos (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»), que fue consecuencia de una caída de los factores autónomos de absorción de liquidez y de un aumento de los factores de inyección de liquidez. Las exigencias de reservas mínimas disminuyeron solo ligeramente (0,3 mm de euros), hasta un importe de 165 mm de euros.

Durante el período de referencia, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un descenso de 127,6 mm de euros, hasta situarse en 2.804,4 mm de euros, principalmente como resultado de la caída de los depósitos de las Administraciones Públicas y de otros factores autónomos.

Los depósitos de las Administraciones Públicas (véase la sección del cuadro A titulada «Pasivo») disminuyeron en 113,9 mm de euros, en promedio, durante el período considerado, hasta situarse en 255,8 mm de euros, y el grueso de esta caída tuvo lugar en el tercer período de mantenimiento. Esta disminución refleja la continuación de la normalización de las reservas de tesorería mantenidas por los Tesoros nacionales y el ajuste de sus estrategias de gestión de tesorería como consecuencia de la reducción del límite máximo aplicado a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas por los bancos centrales nacionales, que entró en vigor el 1 de mayo de 2023. El importe de los billetes en circulación aumentó, en promedio, en 8,2 mm de euros durante el período de referencia, hasta los 1.565,3 mm de euros.

Los factores autónomos de inyección de liquidez registraron un alza de 62 mm de euros y se situaron en 1.133 mm de euros. Los activos netos denominados en euros aumentaron en 55,7 mm de euros en el período de referencia. Este aumento obedeció, sobre todo, a la caída continuada de los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro en el tercer período de mantenimiento. Ello, a su vez, refleja un ajuste de las estrategias de gestión de tesorería de los clientes de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema (ERMS, por sus siglas en inglés), dado que la remuneración de los depósitos mantenidos en el marco de ERMS también se ajustó con efectos a partir del 1 de mayo de 2023. Los activos exteriores netos se incrementaron en 6,2 mm de euros.

En el cuadro A se presentan los factores autónomos considerados anteriormente y sus variaciones¹.

¹ 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: 10 de mayo a 1 de agosto de 2023						Periodo de referencia anterior: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023	
	Tercer y cuarto periodo de mantenimiento		Tercer periodo de mantenimiento: 10 de mayo a 20 de junio		Cuarto periodo de mantenimiento: 21 de junio a 1 de agosto		Primer y segundo periodo de mantenimiento	
Factores autónomos de absorción de liquidez	2.804,4	(-127,6)	2.823,8	(-104,1)	2.784,5	(-39,3)	2.932,0	(-136,5)
Billetes en circulación	1.565,3	(+8,2)	1.563,7	(+3,8)	1.567,0	(+3,3)	1.557,1	(-6,1)
Depósitos de las AAPP	255,8	(-113,9)	256,4	(-104,3)	255,2	(-1,2)	369,7	(-62,9)
Otros factores autónomos (neto) ¹⁾	983,3	(-21,9)	1.003,7	(-3,7)	962,3	(-41,4)	1.005,2	(-67,5)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	14,4	(-6,9)	16,8	(-0,1)	11,8	(-5,0)	21,3	(-16,1)
Exigencias de reservas mínimas²⁾	165,0	(-0,3)	164,8	(-1,0)	165,1	(+0,3)	165,3	(-2,0)
Facilidad de depósito	3.919,0	(-126,4)	4.126,4	(+130,3)	3.706,6	(-419,8)	4.045,4	(-241,1)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	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) Calculado como la suma de las cuentas de revalorización, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, capital y reservas.

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

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 10 de mayo a 1 de agosto de 2023						Período de referencia anterior: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 10 de mayo a 20 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 21 de junio a 1 de agosto		Primer y segundo período de mantenimiento	
Factores autónomos de inyección de liquidez	1.133,0	(+62,0)	1.145,8	(+63,4)	1.119,9	(-25,9)	1.071,0	(+81,8)
Activos exteriores netos	938,2	(+6,2)	948,2	(+3,3)	927,9	(-20,4)	932,0	(-18,5)
Activos netos denominados en euros	194,8	(+55,7)	197,5	(+60,1)	192,0	(-5,5)	139,0	(+100,3)
Instrumentos de política monetaria	5.766,7	(-326,6)	5.986,4	(-38,5)	5.546,8	(-439,6)	6.093,4	(-477,6)
Operaciones de mercado abierto	5.766,6	(-326,7)	5.986,3	(-38,5)	5.546,7	(-439,6)	6.093,3	(-477,6)
Operaciones de crédito	897,5	(-274,7)	1.102,2	(-17,0)	692,9	(-409,3)	1.172,3	(-454,5)
OPF	6,3	(+5,0)	1,6	(+0,2)	10,9	(+9,2)	1,2	(-0,4)
OFPLM a tres meses	3,8	(+1,4)	2,1	(-0,0)	5,5	(+3,4)	2,5	(+0,1)
Operaciones TLTRO III	887,5	(-281,1)	1.098,4	(-17,1)	676,5	(-421,9)	1.168,6	(-453,3)
Carteras en firme ¹⁾	4.869,1	(-51,9)	4.884,1	(-21,5)	4.853,8	(-30,4)	4.921,0	(-23,1)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(+0,1)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

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: 10 de mayo a 1 de agosto de 2023						Período de referencia anterior: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 10 de mayo a 20 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 21 de junio a 1 de agosto		Primer y segundo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas ¹⁾	1.836,9	(-189,8)	1.843,2	(-168,6)	1.830,3	(-12,9)	2.026,6	(-220,4)
Factores autónomos netos ²⁾	1.671,9	(-189,4)	1.678,4	(-167,6)	1.665,2	(-13,2)	1.861,3	(-218,3)
Exceso de liquidez ³⁾	3.933,3	(-133,4)	4.143,1	(+130,2)	3.718,3	(-424,8)	4.066,7	(-257,2)

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: 10 de mayo a 1 de agosto de 2023				Período de referencia anterior: 8 de febrero a 9 de mayo de 2023			
	Tercer período de mantenimiento: 10 de mayo a 20 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 21 de junio a 1 de agosto		Primer período de mantenimiento		Segundo período de mantenimiento	
OPF	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)
Facilidad marginal de crédito	4,00	(+0,25)	4,25	(+0,25)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)
Facilidad de depósito	3,25	(+0,25)	3,50	(+0,25)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)
€STR	3,148	(+0,250)	3,401	(+0,253)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)
Índice RepoFunds Rate Euro	3,134	(+0,253)	3,400	(+0,266)	2,402	(+0,774)	2,881	(+0,480)

Fuentes: BCE, CME Group y Bloomberg.

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

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria disminuyó en 326,6 mm de euros, hasta un importe de 5.766,7 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A). Esta reducción de liquidez obedeció principalmente a la contracción de las operaciones de crédito.

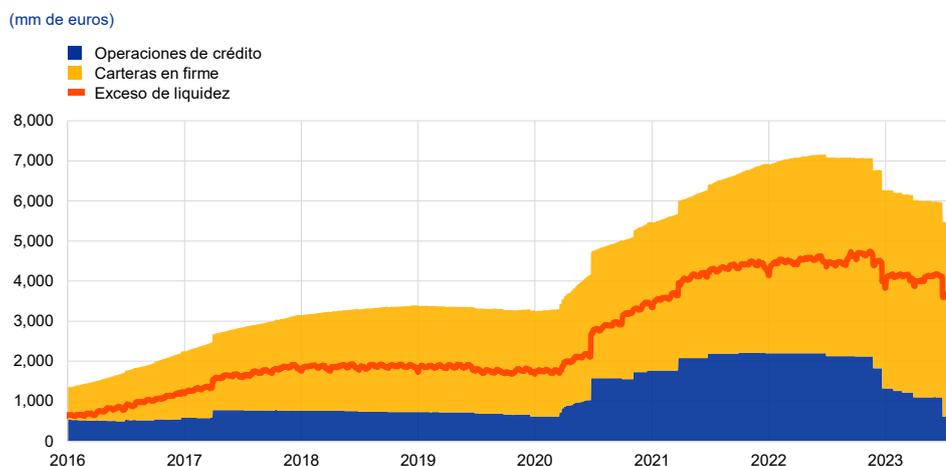
La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 274,7 mm de euros durante el período de referencia. Esta disminución refleja en gran medida la caída de los saldos vivos de las operaciones TLTRO III debido al vencimiento de la cuarta operación de las TLTRO III (476,8 mm de euros) y a los reembolsos anticipados por parte de las entidades de crédito de la financiación obtenida en otras TLTRO (29,5 mm de euros) el 28 de junio en el cuarto período de mantenimiento. Al mismo tiempo, los saldos vivos de las operaciones de financiación convencionales del Eurosistema (OPF y OFPML a tres meses) se incrementaron ligeramente en el cuarto período de mantenimiento.

La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de carteras en firme se redujo en 51,9 mm de euros durante el período de referencia. Las compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) finalizaron a finales de marzo de 2022, y desde entonces el Eurosistema ha reinvertido íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco de este programa que han ido venciendo. En cuanto al APP, en línea con la decisión del Consejo de Gobierno, las reinversiones del principal de los valores que fueron venciendo disminuyeron, en promedio, en 15 mm de euros mensuales hasta el final de junio y finalizaron por completo el 1 de julio².

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

Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 1 de agosto de 2023.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez disminuyó en 467,8 mm de euros, desde los 4.114 mm de euros registrados el último día del período de referencia anterior, y se situó en un importe de 3.646,1 mm de euros el 1 de agosto, último día del período de referencia actual. El exceso medio de liquidez se redujo en 133,4 mm de euros en el período analizado, hasta un importe de 3.933,3 mm de euros. 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 depósitos neto del recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito. Tras el pico de 748 mm de euros alcanzado en noviembre de 2022, el exceso de liquidez ha ido disminuyendo progresivamente, sobre todo debido a los vencimientos y los reembolsos anticipados de las TLTRO III, neto de los efectos de los factores autónomos.

Evolución de los tipos de interés

El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) aumentó en 51 puntos básicos, desde el 2,894 % el 9 de mayo —último día del período de referencia anterior— hasta el 3,404 % el 1 de agosto³ —último día del período de referencia actual—, como consecuencia de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE. La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales de mayo y junio de 2023 a los tipos de interés del mercado monetario a un día sin garantía fue completa e inmediata. El €STR cotizó, en promedio, 10,1 puntos básicos por debajo del tipo

³ El tipo de interés a 1 de agosto también estaba influido por los efectos de fin de mes de julio.

de la facilidad de depósito durante el período de referencia actual, como sucedió en los dos primeros períodos de mantenimiento de 2023.

El tipo *repo* de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, registró un alza de 55,7 puntos básicos y pasó del 2,881 % el 9 de mayo al 3,438 % el 1 de agosto (véase nota 3 al pie de página). La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales a las operaciones con garantía del mercado monetario fue también inmediata y completa. El mercado de *repos* siguió funcionando ordenadamente debido a varios factores, como las mayores emisiones netas efectuadas desde el principio del año y la liberación de los activos de garantía movilizados a raíz de las operaciones TLTRO que fueron venciendo, así como la disminución de los saldos vivos de valores mantenidos en el marco del APP.

La remuneración del capital de las entidades de crédito e implicaciones para la política monetaria

Cyril Couaillier, Maria Dimou y Conor Parle

Las entidades de crédito remuneran (o, lo que es lo mismo, retribuyen o distribuyen) capital a los accionistas mediante el reparto de dividendos o la recompra de acciones, lo que tiene implicaciones ambiguas para la transmisión de la política monetaria a través del canal bancario. Por un lado, las distribuciones de capital pueden ser beneficiosas para la transmisión monetaria a largo plazo, al hacer que los bancos resulten atractivos para los inversores. En primer lugar, una distribución de capital señala la confianza de la dirección de la entidad en la corriente de beneficios esperada o la apreciación de que el precio actual de sus acciones está infravalorado. En segundo lugar, los repartos de dividendos permiten a los accionistas tener más control sobre el efectivo generado por el banco y beneficiarse de los pagos correspondientes, en lugar de mantenerlo en su totalidad a disposición de la dirección. A través de estas dos vías, la distribución de capital puede ser indicativa de la solvencia de un banco para los inversores en acciones y se traduce en un menor coste del capital para la entidad, lo que facilita el recurso a los mercados financieros. En última instancia, un menor coste del capital puede respaldar la salud financiera de las entidades de crédito, manteniendo su capacidad para transmitir correctamente la política monetaria. Por otra parte, las distribuciones de capital, *ceteris paribus*, reducen sus ratios de capital. Estas distribuciones podrían ser una manifestación de debilidad económica pasada o futura, ya que los bancos pueden distribuir capital que no tuvieron la oportunidad de utilizar para satisfacer la demanda de préstamos para inversiones y que no anticipan necesitar para tal fin. Por tanto, las distribuciones serían coherentes con la transmisión del endurecimiento de la política monetaria. Además, la menor capacidad de intermediación también se trasladaría a la transmisión de una política monetaria más restrictiva a través del canal bancario, dado que la reducción de los colchones de capital contribuiría al endurecimiento de las condiciones crediticias. Sin embargo, en particular en tiempos de incertidumbre, una remuneración del capital en forma de dividendos o mediante recompra de acciones (*payout*, por su término en inglés) que sea excesiva o se lleve a cabo en un momento poco oportuno puede amplificar las tensiones y obstaculizar la correcta transmisión de la política monetaria en una situación en la que el sistema financiero se ha visto afectado por una perturbación¹. En algunas circunstancias, esto puede aumentar la propensión del sistema financiero al riesgo de inestabilidad financiera. En consecuencia, las entidades de crédito deben aplicar políticas de *payout* prudentes.

Desde que terminó la fase más aguda de la pandemia y se puso fin a la recomendación de la Supervisión Bancaria del BCE de restringir los *payouts*,

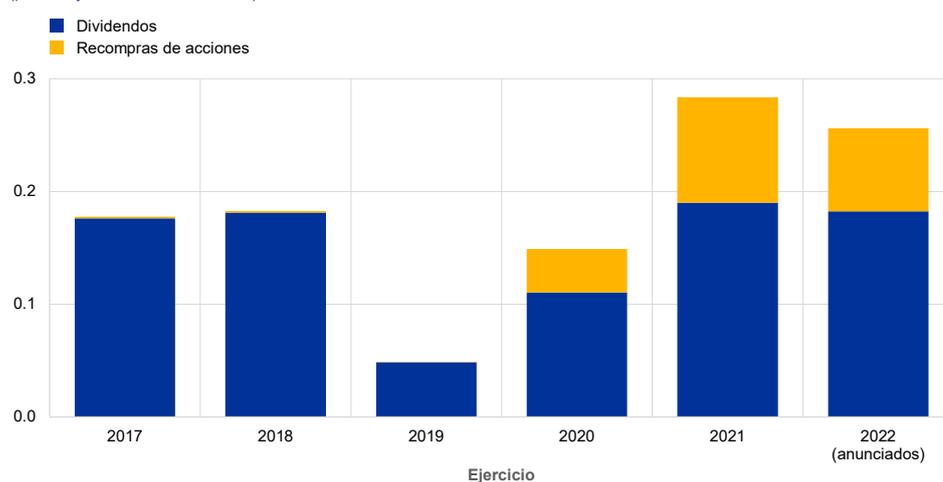
¹ Por ejemplo, las recompras de acciones podrían deberse a que la retribución de los consejeros delegados esté ligada al precio de las acciones. Una remuneración del capital que no responda a fundamentos económicos podría reducir la capacidad de intermediación bancaria.

las entidades de crédito de la zona del euro han retribuido capital a un ritmo acelerado, especialmente a través de importantes programas de recompra de acciones (gráfico A), recuperando las distribuciones no realizadas en años anteriores. Una nueva base de datos de dividendos y de recompras de acciones a nivel de cada entidad de crédito de la zona del euro, extraídos de los informes anuales, arroja luz sobre la dinámica de los *payouts*. Estos datos permiten examinar los *payouts* previstos para el ejercicio 2022 (es decir, aquellos que se prevé pagar en 2023) y evaluar su evolución a nivel tanto micro- como macroeconómico. La recomendación de la Supervisión Bancaria del BCE de marzo de 2020 de interrumpir el reparto de dividendos durante la pandemia provocó una fuerte caída de las distribuciones de capital ese año, ya que muchas entidades cancelaron el reparto que habían previsto realizar de los beneficios de 2019 (gráfico A). En diciembre de 2020, esta recomendación se modificó para pedir a los bancos que se abstuvieran de repartir dividendos o que los limitaran. Desde que se puso fin a esta última recomendación en septiembre de 2021, las entidades de la zona del euro reanudaron sus *payouts*, con volúmenes mayores que en los años anteriores a la pandemia, pero sin llegar a los niveles que se habían previsto para los ejercicios 2020 y 2021. Aunque los dividendos se sitúan ligeramente por encima del nivel previo a la pandemia, la mayor parte del aumento de los *payouts* se debe a la recompra de acciones. Estas recompras representan el 33 % de los *payouts* correspondientes a los beneficios de 2021 y el 29 % de los *payouts* previstos de los beneficios de 2022 (barras amarillas del gráfico A), mientras que entre 2017 y 2019 fueron prácticamente inexistentes.

Gráfico A

Reparto de dividendos y recompras de acciones en porcentaje de los activos totales

(porcentajes de los activos totales)

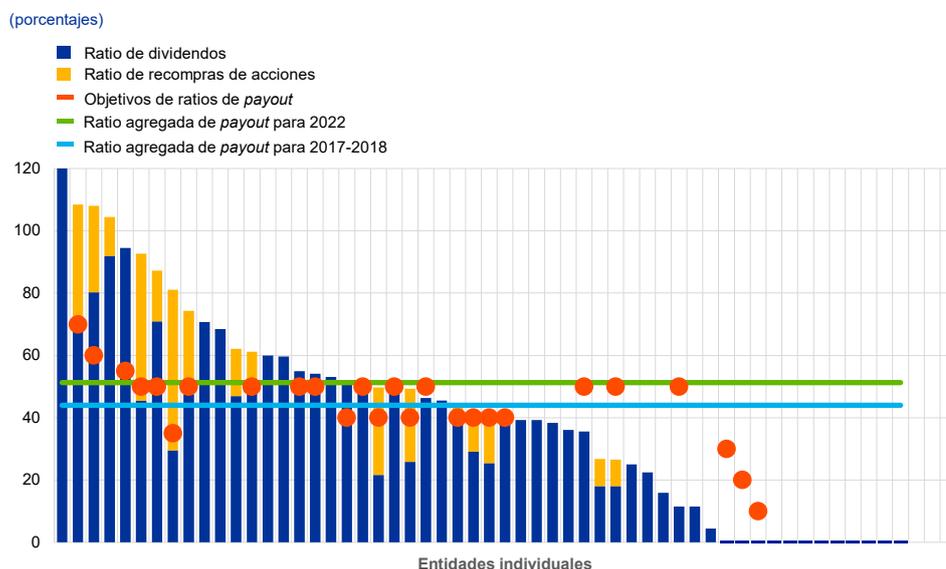


Fuentes: Cuentas financieras de las entidades de crédito y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el valor anual agregado de los pagos de dividendos y las recompras de acciones para su amortización para una muestra de 57 entidades de crédito de la zona del euro ponderado por la suma de las medias de los activos totales de cada año de cada entidad. Cuando no se dispone de datos correspondientes a un ejercicio determinado, se utilizan los activos totales del ejercicio siguiente. Los valores se extraen de los informes anuales de cada entidad y representan la suma de los pagos a cuenta realizados antes del cierre del ejercicio y los pagos definitivos efectuados tras el cierre del ejercicio, y ambos tipos de pagos están relacionados con los beneficios del ejercicio de referencia. Las últimas observaciones se refieren a la distribución de los beneficios correspondientes a 2022 (que se pagarán en 2023).

Gráfico B

Ratios de *payout* correspondientes a los beneficios de 2022 y objetivos mínimos de ratios de *payout* de cada entidad



Fuentes: Cuentas financieras de las entidades de crédito, información presentada al BCE con fines de supervisión y cálculos del BCE. Notas: El gráfico muestra el total de recompras y dividendos por los beneficios atribuibles al ejercicio 2022 en porcentaje del beneficio neto de cada entidad en dicho ejercicio. La barra que está más a la izquierda representa una ratio total del 350 % en un banco que realizó un pago extraordinario en 2023 correspondiente al ejercicio 2022. Los puntos muestran los objetivos mínimos de ratios de *payout* relativos a una submuestra de entidades para las que se publican dichos objetivos. Las líneas continuas de color verde y azul claro muestran las ratios agregadas de *payout* (definidas como la suma de los *payouts* totales divididos por la suma de los beneficios netos de todas las entidades de crédito de la muestra) correspondientes a 2022 y 2017-2018, respectivamente. No se incluye el período 2019-2021, ya que se vio afectado, al menos en parte, por la pandemia. Las barras pequeñas de la parte derecha, iguales a cero, corresponden a las entidades que no preveían reparto de dividendos ni recompras de acciones para el ejercicio 2022 en el momento del análisis. Todas las ratios se refieren a la distribución de los beneficios de 2022 (que se pagan en 2023).

El volumen de los *payouts* varía sustancialmente de una entidad a otra, tanto en lo que se refiere al *payout* total como a la importancia de las recompras extraordinarias de acciones (gráfico B), al tiempo que los planes declarados por las entidades sugieren que es probable un nuevo aumento de los dividendos. En términos agregados, una muestra de entidades de crédito cotizadas de la zona del euro ha distribuido o tiene la intención de distribuir aproximadamente el 50 % de sus beneficios totales correspondientes a 2022 en forma de dividendos y de recompras de acciones (línea continua verde del gráfico B), un porcentaje muy superior a la ratio agregada de *payout* del 44 % para los ejercicios 2017 y 2018 (los dos últimos ejercicios que no se vieron afectados por la pandemia, línea continua azul claro del gráfico B), pero que es coherente en líneas generales con una recuperación de las distribuciones no realizadas en años anteriores². Sin embargo, los volúmenes agregados ocultan diferencias considerables entre unas entidades y otras, especialmente en lo que respecta a la recompra de acciones (barras amarillas del gráfico B). Los motivos aducidos para estas recompras son dispares: algunas

² La ratio de *payout* correspondiente a los beneficios de 2019 fue baja a raíz de la recomendación del BCE y fue seguida de una ratio correspondiente a los beneficios de 2020 considerablemente más elevada, al reanudarse en cierta medida las distribuciones. La ratio de *payout* combinada para 2019 y 2020 fue acorde, en líneas generales, con las cifras anteriores a la pandemia, lo que sugiere un cierto grado de recuperación.

tienen un componente estructural, pero la mayoría son de carácter extraordinario³, como sugiere, por ejemplo, el hecho de que las diferencias entre los ratios de *payout* efectivos y los objetivos de ratios de *payout* extraídos de los informes públicos de las entidades corresponden en su mayor parte a recompras de acciones. La mayoría de los bancos fijan objetivos de ratios de *payout* de entre el 40 % y el 60 %, mientras que otros tienen ratios muy inferiores si están restituyendo capital tras períodos de tensión, como la crisis financiera mundial y la crisis de deuda soberana (puntos naranjas del gráfico B). Además, pese al aumento de los dividendos en comparación con el período anterior a la pandemia, muchas entidades continúan por debajo de sus objetivos o no reparten dividendos en absoluto. Es posible que las entidades de crédito que tengan un capital disponible más limitado u otras restricciones regulatorias incrementen los dividendos a medida que su situación se normalice y se intensifique la presión procedente de entidades similares, lo que se traducirá en un nuevo ascenso de los dividendos agregados en el futuro.

Las entidades de crédito suelen distribuir más capital cuando son más rentables y tienen una mayor calidad de los activos (medida por los ratios de préstamos dudosos) y más liquidez, y también tienden a suavizar las distribuciones a lo largo del tiempo, como refleja la distribución retardada (gráfico C). Estas correlaciones se ven confirmadas por un análisis econométrico plurianual que indica que la rentabilidad por *payout* de las entidades (es decir, retribución total en porcentaje de los recursos propios) está determinada por sus retardos propios y por la rentabilidad de los recursos propios (ROE) y la ratio de préstamos dudosos (NPL) de las entidades (gráfico D), en consonancia con la literatura⁴. Según las estimaciones, cada punto porcentual adicional de ROE para el sector bancario en su conjunto se traduce en 2 mm de euros más de beneficios repartidos. Es probable que el aumento de los márgenes de intereses de las entidades de crédito en el contexto del endurecimiento de la política monetaria desde mediados de 2022 haya contribuido positivamente a las distribuciones de capital de las entidades hasta la fecha. Al mismo tiempo, el impacto del endurecimiento probablemente reducirá la rentabilidad con el tiempo, a medida que el crecimiento de los préstamos se contraiga, el riesgo de crédito se incremente y los tipos de los depósitos suban, limitando el margen para *payouts* adicionales. Además, el análisis también sugiere que, en las entidades con mejores posiciones de liquidez, reflejada por la ratio de cobertura de liquidez (LCR), los *payouts* son también mayores. En conjunto, parece que las entidades de crédito que más

³ Los informes anuales de algunas entidades vinculan las recompras excepcionales de acciones a la venta de filiales. Otras entidades indican que el objetivo directo es reducir el exceso de capital con el fin de mantener una estructura de capital eficiente, o incluyen las recompras de acciones en el marco de las políticas normales de *payout*.

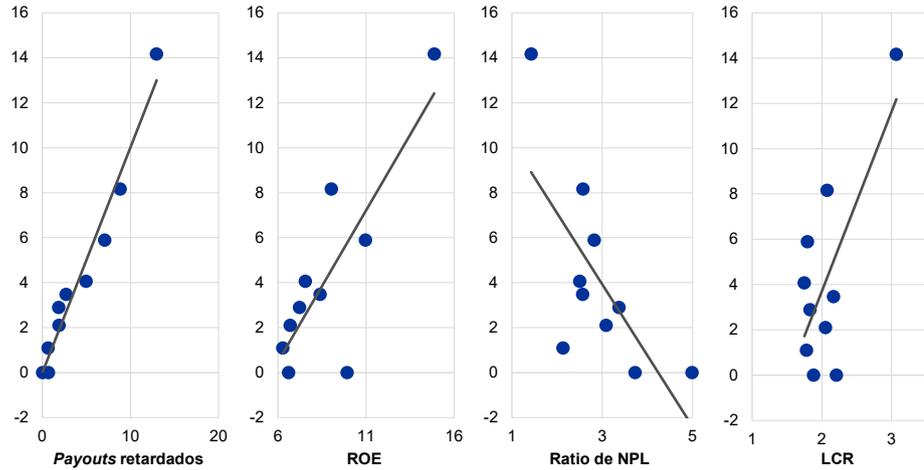
⁴ Véanse, entre otros, M. Belloni, M. Grodzicki y M. Jarmuzek, «Why European banks adjust their dividend payouts?», *Working Paper Series*, n.º 2765, BCE, enero de 2023; J. Theis y A. S. Dutta, «Explanatory factors of bank dividend policy: revisited», *Managerial Finance*, vol. 35, número 6, 2009; y R. N. Dickens, K. M. Casey y J. A. Newman, «Bank Dividend Policy: Explanatory Factors», *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 41, n.º 1/2, 2002, pp. 3-12.

dividendos han repartido en los últimos años han sido las que se encontraban en la posición más sólida para hacerlo⁵.

Gráfico C

Payouts correspondientes a los beneficios de 2022 frente al retardo propio, el ROE, la ratio de NPL y la LCR

(eje de abscisas: porcentaje de los recursos propios [primer y segundo panel], porcentaje de los préstamos [tercer panel] y ratio de cobertura de liquidez [cuarto panel]; eje de ordenadas: porcentaje de los recursos propios)



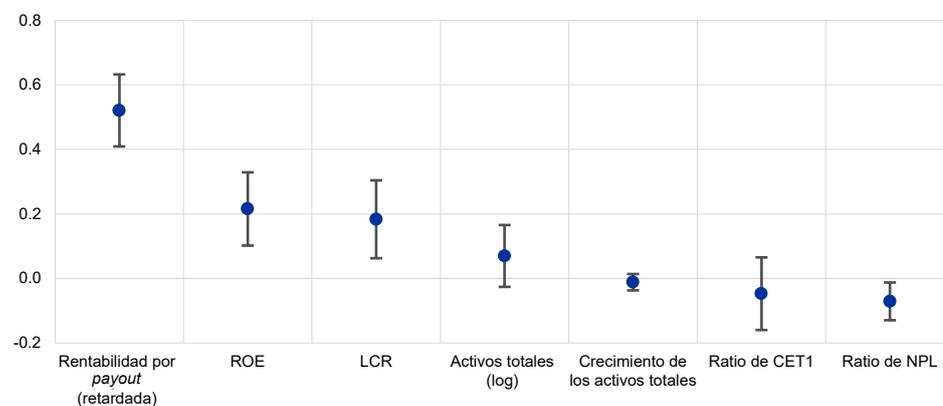
Fuentes: Cuentas financieras de las entidades de crédito, información presentada al BCE con fines de supervisión y cálculos del BCE.
 Notas: El gráfico muestra los deciles de la distribución de la rentabilidad anual por *payout* correspondiente a los beneficios de 2022 de las entidades de crédito (dividendos y recompras de acciones divididos por el valor contable de los recursos propios) comparados con sus retardos propios (primer panel) y con los valores retardados del ROE (segundo panel), la ratio de NPL (tercer panel) y la LCR (cuarto panel). El ROE, la LCR y la ratio de NPL presentan un retardo de un año.

⁵ Además, otros cálculos muestran que la relación entre los *payouts* y el capital disponible también responde al hecho de que, para la muestra de entidades que anuncian su objetivo de ratio de capital a los inversores, las entidades con un mayor exceso de capital reparten más beneficios.

Gráfico D

Coeficientes de regresión que explican la rentabilidad por *payout* correspondiente a los beneficios de 2016 a 2022

(coeficientes de regresión que muestran el impacto de 1 punto porcentual de rentabilidad por *payout* retardada, ROE, LCR, crecimiento de los activos totales, ratio de CET1 y ratio de NPL, y 1 unidad del logaritmo de los activos totales, sobre la rentabilidad por *payout* en puntos porcentuales)



Fuentes: Cuentas financieras de las entidades de crédito, información presentada al BCE con fines de supervisión y cálculos del BCE. Notas: El gráfico muestra los coeficientes de regresión de la rentabilidad anual por *payout* de las entidades de crédito (dividendos y recompras de acciones divididos por el valor contable de los recursos propios) sobre su retardo propio y los valores retardados del ROE, la LCR, el tamaño del banco (el logaritmo de los activos totales), la tasa de crecimiento anual de los activos totales, la ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1) y la ratio de NPL. Las regresiones también incluyen efectos fijos de año. Las variables explicativas presentan un retardo de un año. Las variables están ponderadas (media de cero y error estándar de 1). Las barras de error representan intervalos de confianza del 90 %. Los errores estándar están clusterizados por entidad. El período de la muestra abarca los ejercicios 2016 a 2022, excluido el ejercicio 2019 debido a la recomendación de la Supervisión Bancaria del BCE relativa a los dividendos y las recompras de acciones. Las últimas observaciones se refieren a la distribución de los beneficios correspondientes a 2022 (que se pagarán en 2023). Los resultados se refieren a una muestra de 57 entidades de crédito de la zona del euro.

Aunque los recientes *payouts* han tenido un efecto señalizador positivo en los mercados financieros, el aumento de los compromisos en esta materia se ha asociado a un descenso de la oferta de crédito bancario y a la subida de los tipos de interés de los préstamos, lo que posiblemente haya contribuido, hasta el momento, a la transmisión del impulso más restrictivo de la política monetaria. Las entidades de crédito que anunciaron una mayor rentabilidad por *payout* correspondiente a los beneficios de 2022 experimentaron un incremento menor del coste del capital durante el episodio de turbulencias en los mercados financieros de marzo de 2023 (gráfico E). Esto podría deberse al hecho de que las mayores distribuciones de beneficios fueron realizadas por las entidades con mejores resultados financieros, pero también, en cierta medida, a un efecto señalizador. Este efecto sería coherente con los resultados de otros trabajos recientes y sugiere que los mayores *payouts* anunciados en los últimos años podrían respaldar la capacidad de intermediación de las entidades de crédito en épocas de tensión⁶. Al mismo tiempo, hay cierta evidencia provisional de que existe una relación negativa entre los *payouts* previamente anunciados y la oferta de crédito desde el inicio del proceso de normalización de la política monetaria. Sobre la base de datos granulares de la central de información de riesgos por crédito a empresas de la zona del euro (AnaCredit), controlando por la demanda de préstamos y otros factores distorsionadores, los dividendos sobre los beneficios de 2021 (pagados en 2022) parecen estar relacionados negativamente con el crecimiento del crédito y positivamente con los tipos de interés de los préstamos

⁶ Véase el recuadro titulado «Dividend payouts and share buybacks of global banks», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2020.

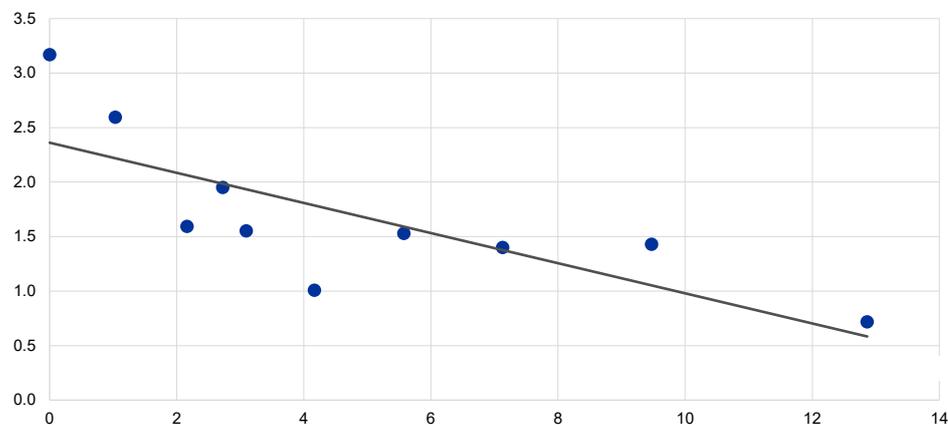
bancarios en 2022, lo que sugiere una menor oferta de crédito en 2022 para las entidades con ratios de dividendo más elevadas (gráfico F). Del mismo modo, los *payouts* anunciados correspondientes al ejercicio 2022 también muestran un vínculo negativo con la oferta de crédito de las entidades en 2022, lo que indica que los bancos planificaron su *payout* sobre la base de los beneficios preliminares del ejercicio transcurrido hasta la fecha y de las proyecciones de beneficios al cierre del ejercicio, y calibraron sus decisiones de concesión de préstamos y, de manera más general, sus decisiones de gestión de activos y pasivos a lo largo de 2022 teniendo en cuenta sus planes de repartir dividendos en el ejercicio siguiente en función de los ingresos de 2022⁷. De acuerdo con las estimaciones, el hecho de que los *payouts* correspondientes a los beneficios de 2022 supusieran una rentabilidad por *payout* en torno a 1 punto porcentual superior a los niveles anteriores a la pandemia estaría asociado a un descenso de alrededor del 1 % en los volúmenes de préstamos, aunque esta correlación también podría captar factores relacionados con la desaceleración general del crecimiento de los préstamos en el marco del endurecimiento de la política monetaria. El ejercicio 2022 coincidió con la primera fase del ciclo de endurecimiento, lo que podría haber alentado a las entidades a restringir la oferta de crédito para distribuir capital cuando era viable hacerlo desde el punto de vista de la rentabilidad. Por lo tanto, es importante realizar un seguimiento de los *payouts* en el contexto de la interacción entre estos y el mecanismo de transmisión de la política monetaria en los próximos años.

⁷ Esto está en línea con la citada tendencia de las entidades de crédito a suavizar sus dividendos a lo largo del tiempo. Algunas anuncian objetivos de *payouts* para varios años, lo que significa que comienzan un nuevo año sabiendo del objetivo de dividendo para el ejercicio, incluso considerando la incertidumbre en torno a los resultados al cierre del año. La regresión de la oferta de crédito para 2022 sobre los dividendos y otros *payouts* correspondientes a los beneficios de 2022 puede dar lugar a una causalidad inversa. Sin embargo, el sesgo sería conservador, ya que un aumento de los beneficios debido al incremento de los préstamos daría lugar a mayores dividendos. Por tanto, los coeficientes estimados de este modo son probablemente un límite inferior. Este sesgo conservador se acentuaría, pues es más probable que los beneficios en 2021 se hayan visto afectados por la recuperación de los *payouts* tras la pandemia, lo que debería inclinar aún más el coeficiente hacia cero en dicha especificación.

Gráfico E

Variación del coste del capital de las entidades de crédito entre febrero y marzo de 2023 y rentabilidad por *payout* correspondiente a los beneficios de 2022

(eje de abscisas: rentabilidad por *payout* [puntos porcentuales]; eje de ordenadas: variación del coste del capital [porcentajes])



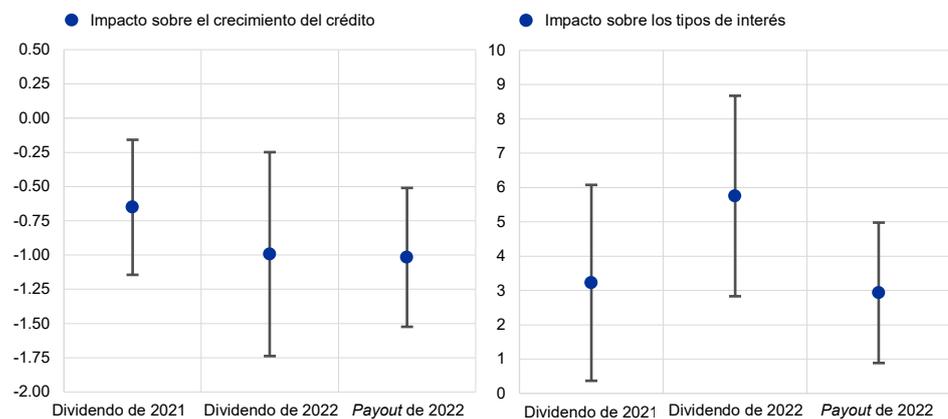
Fuentes: Cuentas financieras de las entidades de crédito, Bloomberg, Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra, en el eje de abscisas, los deciles de la distribución de la rentabilidad anual por *payout* correspondiente a los beneficios de 2022 de las entidades de crédito (dividendos y recompras de acciones divididos por el valor contable de los recursos propios) y, en el eje de ordenadas, la variación del coste del capital de las entidades entre febrero y marzo de 2023. El coste del capital es una media entre diez estimaciones basadas en modelos (disponibles a nivel de cada banco) según C. Altavilla *et al.*, «Measuring the cost of equity of euro area banks», *Occasional Paper Series*, n.º 254, BCE, enero de 2021. La línea continua muestra la línea que mejor se ajusta a la relación de dispersión.

Gráfico F

Impacto de los *payouts* correspondientes a los beneficios de 2021 y 2022 sobre el crecimiento del crédito y los tipos de interés en 2022

(coeficientes de regresión que muestran el impacto de 1 punto porcentual de rentabilidad por dividendo o por *payout* sobre el crecimiento del crédito en puntos porcentuales y tipos de interés en puntos básicos)



Fuentes: Cuentas financieras de las entidades de crédito, información presentada al BCE con fines de supervisión y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los coeficientes de la regresión del crecimiento del crédito y la variación de los tipos de interés de cada banco en 2022 sobre la rentabilidad anual por dividendo correspondiente a los beneficios de 2021 y 2022 de las entidades de crédito (dividendos divididos por el valor contable de los recursos propios), así como la rentabilidad por *payout* correspondiente a los beneficios de 2022 (dividendos y recompras de acciones divididos por el valor contable de los recursos propios). Las variables de control son el ROE, la LCR, el margen de CET1 por encima de los requerimientos de capital, la tasa de crecimiento anual de los activos totales, el tamaño del banco (el logaritmo de los activos totales), la ratio de NPL y los efectos fijos de empresa. Las variables explicativas presentan un retardo de un año. Las barras de error representan intervalos de confianza del 90 %. Las últimas observaciones se refieren a la distribución de los beneficios correspondientes a 2022 (que se pagarán en 2023).

8 El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero quince años después de la gran crisis financiera

Marien Ferdinandusse y Benoit Lichtenauer

Durante y después de la crisis financiera global, la mayoría de los Gobiernos de la zona del euro prestaron apoyo a instituciones financieras concretas para salvaguardar la estabilidad financiera¹. Las intervenciones incluyeron medidas como inyecciones de capital, la nacionalización de bancos, la adquisición de activos deteriorados a través de entidades financieras específicas (conocidas como «bancos malos») y la concesión de préstamos. En este recuadro se examina el impacto directo de las ayudas en las finanzas públicas de la zona del euro, que es todavía visible quince años después y puede resumirse de la siguiente manera:

- Las medidas que supusieron una clara pérdida económica para el Estado se clasifican como transferencias de capital, lo que aumenta el déficit presupuestario.
- Cuando el Estado recibió acciones de un banco o valores representativos de deuda considerados de valor equivalente a la inyección de capital realizada, la medida de apoyo se considera una transacción financiera, lo que afecta a la deuda bruta de las Administraciones Públicas, pero no al déficit.
- En los casos en los que el Estado emitió garantías para apoyar al sector financiero, estas representan pasivos contingentes, que solo afectan a las finanzas públicas si se ejecutan.

El impacto de las medidas de apoyo financiero aplicadas durante la gran crisis financiera ha disminuido considerablemente, pero estas siguen afectando a las finanzas públicas en la actualidad. Para el conjunto de la zona del euro, las medidas de apoyo financiero adoptadas desde 2007 incrementaron la deuda pública hasta 2012, cuando alcanzaron su impacto máximo de más de 6 puntos

¹ Para obtener una descripción de la crisis financiera y de las medidas fiscales y financieras adoptadas, véanse «Euro area fiscal policies and the crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2010, y «Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States», *Occasional Paper Series*, n.º 117, BCE, Frankfurt am Main, julio de 2010.

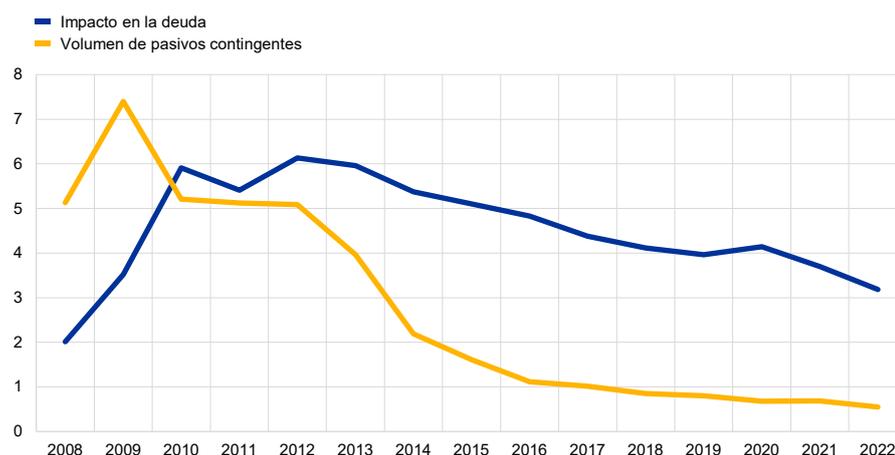
Para más información sobre la clasificación estadística de las medidas de apoyo y su impacto sobre las finanzas públicas, véanse el artículo titulado «The fiscal impact of financial sector support during the crisis», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2015; «Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact», *Statistics Paper Series*, n.º 7, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2015, y el recuadro titulado «El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero: situación una década después de la crisis financiera», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2018. La normativa relativa a las cuentas nacionales aplicable al registro estadístico del apoyo prestado a instituciones financieras se ha revisado a lo largo del tiempo. En consecuencia, el impacto histórico de las intervenciones públicas en ocasiones ha cambiado considerablemente con respecto a estas publicaciones anteriores. Desde que Eurostat publicó en 2009 la primera decisión sobre el registro estadístico de las intervenciones públicas en apoyo de las instituciones financieras, la normativa se ha seguido revisando hasta hace muy poco (véase el capítulo 4.5 actualizado, que se titula «Government intervention to support financial institutions: financial bailouts and defeasance structures», en la edición de 2022 del *Manual on Government Deficit and Debt* [manual sobre el déficit público y la deuda pública], publicado recientemente).

porcentuales del PIB (gráfico A). Desde entonces, el efecto en la deuda se ha reducido porque los Gobiernos han podido vender las participaciones que adquirieron en entidades de crédito durante la crisis y desprenderse de los activos (principalmente préstamos dudosos) mantenidos por los bancos malos. Sin embargo, la deuda pública de la zona del euro seguía siendo más del 3 % del PIB más elevada en 2022, como consecuencia del apoyo al sector financiero, mientras que las garantías pendientes ascendían a alrededor del 0,5 % del PIB (gráfico A). La financiación del respaldo al sector financiero incluía valores representativos de deuda (algo más de la mitad), préstamos (el 17,7 %) y otros pasivos de entidades de las Administraciones Públicas (el 28,8 %)². La última categoría está principalmente integrada por la deuda de: i) bancos nacionalizados y reclasificados en el sector de Administraciones Públicas y ii) bancos malos.

Gráfico A

Impacto de las medidas de apoyo al sector financiero en la deuda de la zona del euro y posible impacto en la deuda derivado de los pasivos contingentes vivos, 2008-2022

(porcentajes del PIB)



Fuente: Eurostat.

Notas: Los pasivos de las Administraciones Públicas resultantes de las medidas de apoyo al sector financiero afectan a la deuda observable. Los pasivos contingentes son obligaciones en forma de garantías explícitas que no tienen ningún efecto sobre las cuentas públicas (aparte de los ingresos procedentes de las comisiones de las garantías) a menos o hasta que se produzca un acontecimiento concreto en el futuro.

Las medidas de apoyo han incrementado el déficit público de la zona del euro cada año transcurrido desde la crisis financiera, pero el impacto ha pasado a ser muy reducido en los últimos años (gráfico B). En algunos de los primeros años, el impacto en el déficit se debió principalmente a las elevadas transferencias de capital. En años posteriores, el gasto relacionado con el apoyo —que incluye principalmente los intereses a pagar y, en menor medida, las transferencias de

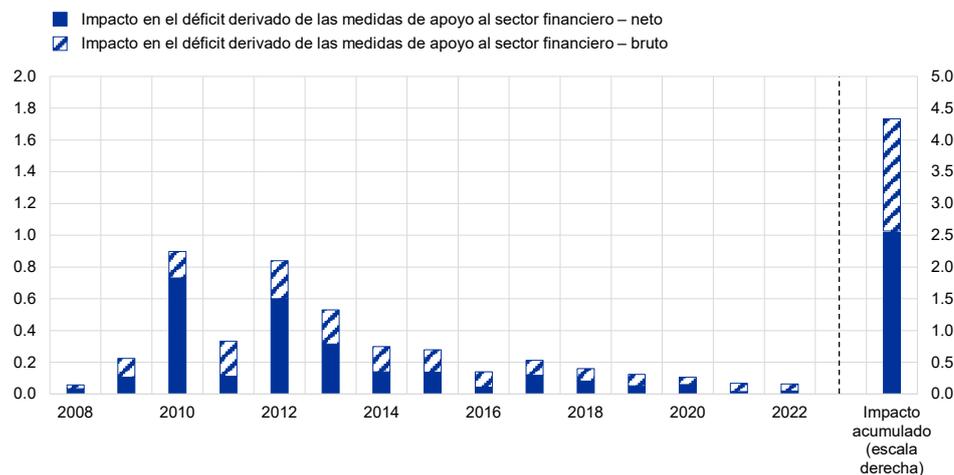
² Para consultar información más detallada, véase la nota explicativa ([background note](#)) de Eurostat de abril de 2023 sobre las intervenciones públicas en apoyo de las instituciones financieras.

capital— ha sido mayor que los ingresos asociados, que abarcan, sobre todo, los intereses y dividendos recibidos³.

Gráfico B

Impacto de las medidas de apoyo al sector financiero en el déficit de la zona del euro

(porcentajes del PIB)



Fuente: Eurostat.

El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero varía

notablemente de un país a otro dentro de la zona del euro. Los países que no adoptaron medidas, o casi ninguna, fueron pocos, mientras que el impacto máximo en la ratio de deuda sobre el PIB alcanzó un nivel próximo o superior al 10 % en diez países de la zona, entre ellos Alemania, Países Bajos, Letonia, Austria, Eslovenia, los cuatro países de la zona que necesitaron un programa de ajuste de la UE/Fondo Monetario Internacional (FMI) —Irlanda, Grecia, Chipre y Portugal—, y España⁴, que solicitó asistencia financiera en 2012 en el marco de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera/el Mecanismo Europeo de Estabilidad. El impacto en la deuda de los beneficiarios de los programas de ajuste de la UE/FMI todavía era de más de 10 puntos porcentuales en 2022 y en algunos casos muy superior (gráfico C)⁵.

³ A este respecto, el impacto fiscal de las medidas de apoyo a la energía en la zona del euro durante los dos primeros años de la crisis energética constituye una comparación valiosa. El apoyo al sector financiero entre 2008 y 2022 tuvo un impacto neto acumulado sobre el déficit de la zona del euro de alrededor del 2,6 % del PIB de 2022, mientras que el impacto neto de las medidas de apoyo a la energía en los dos primeros años de la crisis energética (2021-2022) se situó en torno al 1,9 % del PIB. Véase también el recuadro titulado «[Actualización de las respuestas de política fiscal de la zona del euro a la crisis energética y a la elevada inflación](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

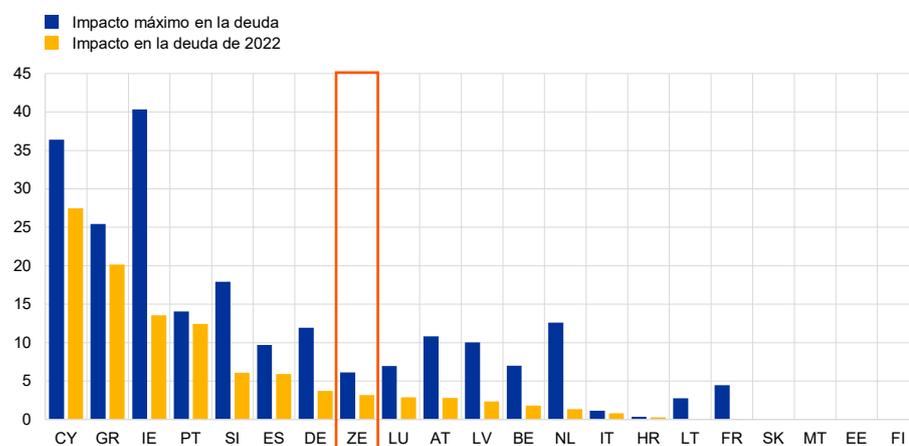
⁴ En España, el impacto sobre la deuda pública derivado del apoyo público al sector financiero se revisó considerablemente en 2021 (incluidos los datos de años anteriores) cuando la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb) se reclasificó en el sector de Administraciones Públicas con carácter retroactivo desde su creación en 2012. Para más información, véase la [comunicación](#) de Eurostat del 16 de febrero de 2021 dirigida al Instituto Nacional de Estadística sobre la clasificación sectorial de la Sareb.

⁵ En Irlanda, el impacto en la deuda se mide mejor como porcentaje de la renta nacional bruta modificada (RNB*) que como porcentaje del PIB, debido a cómo afectan al PIB las operaciones fiscales de las empresas multinacionales. El efecto en la deuda derivado del apoyo al sector financiero alcanzó un máximo del 53 % de la RNB* en 2013, mientras que en 2022 fue del 25 %.

Gráfico C

Impacto de las medidas de apoyo al sector financiero en la deuda bruta de las Administraciones Públicas

(porcentajes del PIB)



Fuente: Eurostat.

Notas: El gráfico muestra los pasivos máximos de las Administraciones Públicas expresados como porcentaje del PIB durante el período 2007-2022 y en 2022. Los países se clasifican según el valor de 2022.

El impacto directo persistente de las medidas de apoyo al sector financiero sobre las finanzas públicas que se muestra en este recuadro constituye solo una parte de los costes económicos totales de una crisis financiera. Estos

costes también se han materializado en forma de pérdida de producción y de aumento del desempleo. Asimismo, en algunos países la evolución adversa del sector financiero y la de las finanzas públicas se reforzaron mutuamente, lo que impulsó al alza los costes de la financiación de la deuda soberana y agravó la crisis financiera y económica. El resultado fue un incremento de la ratio de deuda sobre el PIB que no está incluido en las estimaciones de este recuadro. Todos estos factores ilustran la importancia de disponer del marco institucional necesario para evitar episodios de inestabilidad macroeconómica y financiera y para mitigar su coste si estos se materializan. Desde la gran crisis financiera, la UE ha emprendido reformas para mejorar la supervisión del sector financiero, la resolución ordenada de las instituciones financieras inviables, la sostenibilidad de las finanzas públicas y la resiliencia de los deudores soberanos, por ejemplo, creando el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución y el Consejo Fiscal Europeo⁶.

⁶ Véanse los siguientes enlaces para más información sobre el [Mecanismo Único de Supervisión](#), el [Mecanismo Único de Resolución](#) y el [Consejo Fiscal Europeo](#).