

# Recuadros

1

## La recuperación tras la pandemia: ¿por qué la zona del euro está creciendo con más lentitud que Estados Unidos?

Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, António Dias Da Silva y Michel Soudan

**El crecimiento del PIB real ha sido considerablemente más débil en la zona del euro que en Estados Unidos desde el inicio de la pandemia<sup>1</sup>.** Entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2023, la economía de la zona del euro avanzó en torno a un 3 % en términos acumulados, mientras que, en Estados Unidos, el PIB real aumentó más de un 8 % (gráfico A), lo que se tradujo en un diferencial de crecimiento acumulado de unos 5 puntos porcentuales<sup>2</sup>. Esta brecha es atribuible, sobre todo, al menor dinamismo del consumo privado en la zona del euro que en el país norteamericano, donde el apoyo directo a las rentas y una reducción relativamente más pronunciada del exceso de ahorro proporcionaron un impulso especialmente fuerte a la demanda. La zona del euro sufrió una importante perturbación en la relación real de intercambio como consecuencia de la crisis energética desencadenada por la invasión de Ucrania. Aunque existe evidencia dispar de la magnitud relativa de los efectos de la política monetaria en las dos regiones, es posible que el respaldo de la política fiscal haya sido mayor en Estados Unidos si se tiene en cuenta la intensidad de las diversas perturbaciones, aunque las distintas convenciones en materia de presentación de información hacen que resulte más difícil establecer comparaciones. En este recuadro se examinan estos y otros factores determinantes, pero no se analizan las diferencias en las tendencias estructurales de crecimiento económico antes de la pandemia<sup>3</sup>.

**La desagregación por componentes del gasto muestra que el dinamismo del consumo privado en Estados Unidos explica la mayor parte de la brecha de crecimiento** (gráfico A). El consumo privado contribuyó con unos 7 puntos porcentuales a la diferencia entre el crecimiento observado en la zona del euro y en el país norteamericano desde el inicio de la pandemia hasta el cuarto trimestre de

<sup>1</sup> Véase también F. de Soyres, J. García-Cabo Herrero, N. Goernemann, S. Jeon, G. Lofstrom y D. Moore, «*Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?*», *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 17 de mayo de 2024.

<sup>2</sup> Si se excluyen los datos sobre activos intangibles de Irlanda, caracterizados por una alta volatilidad — véase el recuadro titulado «*Los activos intangibles de las multinacionales en Irlanda y su impacto en el PIB de la zona del euro*», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023—, el diferencial de crecimiento entre la zona del euro y Estados Unidos en ese período es de 5,7 puntos porcentuales.

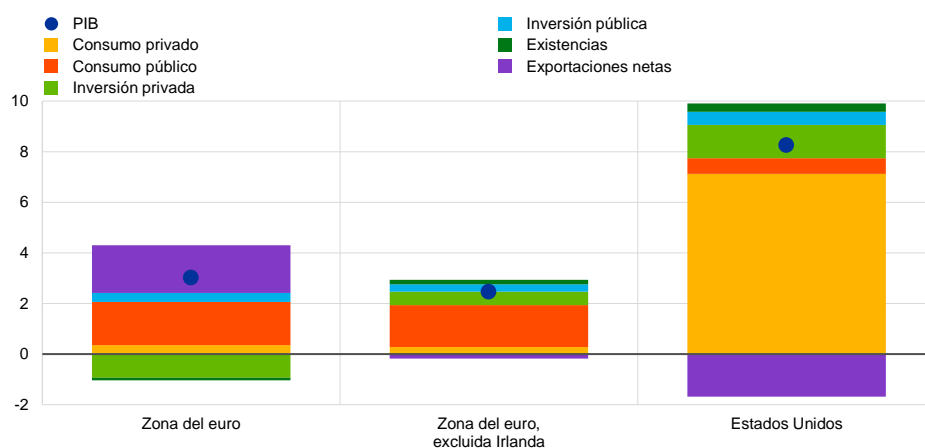
<sup>3</sup> Un análisis de los factores estructurales que explican los diferenciales de crecimiento entre Estados Unidos y la zona del euro en las últimas décadas —como unas estructuras económicas menos favorables en la zona del euro (es decir, las estructuras de producción y de consumo, así como las normativas y políticas sectoriales que determinan los incentivos de los agentes económicos para invertir, consumir y realizar intercambios comerciales dentro y fuera de la región), un menor gasto en I+D, menos innovación y adopción de tecnologías digitales, un crecimiento potencial más bajo, unos costes de financiación del sector público más elevados y mayores dificultades de acceso al crédito— queda fuera del ámbito de este recuadro.

2023. La inversión y los flujos comerciales con activos intangibles en Irlanda, especialmente volátiles, afectaron de forma acusada a la zona del euro, lastrando su inversión e impulsando sus exportaciones netas durante ese período. Al mismo tiempo, la inversión privada creció más en Estados Unidos que en la zona del euro, incluso si se ajusta por los activos intangibles de Irlanda y pese a la caída de la inversión residencial en el país norteamericano. En cambio, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue más negativa en Estados Unidos que en la zona del euro, aún después del ajuste por los flujos comerciales intensivos en intangibles de Irlanda, debido al vigor de las importaciones impulsadas por la demanda del país norteamericano. En la zona del euro, la inversión pública registró un avance marginalmente menor, aunque su nivel fue mucho más elevado que en años anteriores, gracias al apoyo del programa *Next Generation EU*. Por otra parte, el consumo público contribuyó más al crecimiento del PIB en la zona del euro que en Estados Unidos.

### Gráfico A

#### Crecimiento del PIB real en la zona del euro y en Estados Unidos

(variaciones porcentuales y contribuciones acumuladas, IV TR 2019-IV TR 2023)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis y cálculos del BCE.

Notas: La inversión pública de la zona del euro se aproxima por la inversión total real menos la suma de las medias móviles de cuatro trimestres de la inversión nominal sin desestacionalizar de las sociedades no financieras, de las instituciones financieras y de los hogares, obtenidas del BCE y de los datos de las cuentas sectoriales trimestrales de Eurostat, deflactada por el deflactor de la inversión total. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

#### La perturbación causada por la pandemia parece haber tenido un impacto más acusado en el crecimiento real de la zona del euro que en el de Estados Unidos<sup>4</sup>.

Desde la irrupción de la pandemia, el gasto en consumo ha mostrado mayor vigor en Estados Unidos que en la zona del euro. Esto refleja, entre otros factores, la respuesta de la política fiscal a la pandemia en 2020, unida posteriormente a la fortaleza del mercado de trabajo, que sirvieron para impulsar la renta disponible con mayor intensidad en el país norteamericano (gráfico B). En ambas regiones se acumuló un exceso de ahorro, si se compara con las tendencias anteriores a la pandemia. Mientras que el exceso de ahorro se mantuvo elevado en la zona del euro, su reversión más rápida en Estados Unidos proporcionó un fuerte

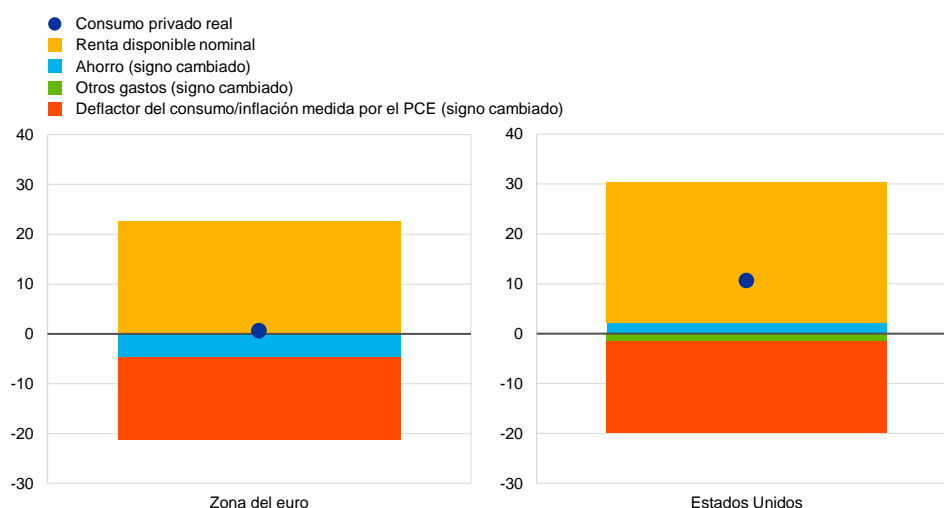
<sup>4</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos en 2020», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

impulso al consumo privado en ese país en 2022 y 2023 (gráfico B). La composición de los activos en los que se materializó el exceso de ahorro desalentó el gasto en la zona del euro, ya que, a diferencia de los consumidores estadounidenses, los hogares de la zona habían acumulado saldos de activos líquidos relativamente reducidos<sup>5</sup>. Si estos hogares hubieran recortado su tasa de ahorro en la misma cuantía que las familias de Estados Unidos en el período pospandemia, a igualdad de otros factores, el diferencial de crecimiento acumulado del consumo habría sido de unos 3 puntos porcentuales, en lugar de los 10 puntos porcentuales que se registraron desde el cuarto trimestre de 2019.

### Gráfico B

#### Consumo privado, renta y ahorro en la zona del euro y en Estados Unidos

(variaciones porcentuales y contribuciones acumuladas, IV TR 2019-IV TR 2023)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis y cálculos del BCE.

Notas: «Otros gastos» se refiere a pagos de intereses y transferencias. «PCE» es el índice de precios del gasto en consumo personal.

**La economía de la zona del euro también se ha visto más perjudicada por las consecuencias de la guerra de Rusia contra Ucrania.** El impacto económico de la invasión rusa de Ucrania a principios de 2022, así como la consiguiente crisis energética y los repuntes de la inflación de los alimentos, incidieron de forma particularmente acusada en la economía de la zona del euro. Ello puede atribuirse a la proximidad geográfica, al grado de dependencia de las importaciones de energía y alimentos de esa región, y al efecto adverso en la confianza de los consumidores de la zona. El considerable deterioro de la relación real de intercambio se intensificó con la depreciación del euro tanto frente al dólar estadounidense como en términos efectivos, es decir, con respecto a una cesta de monedas (panel a del gráfico C)<sup>6</sup>. Por el contrario, en Estados Unidos, la relación real de intercambio fue mucho más estable, sobre todo debido a su mayor grado de independencia energética. En la zona del euro, la fuerte perturbación que afectó a la relación real de intercambio se tradujo en una caída de las rentas reales y en una disminución de la competitividad,

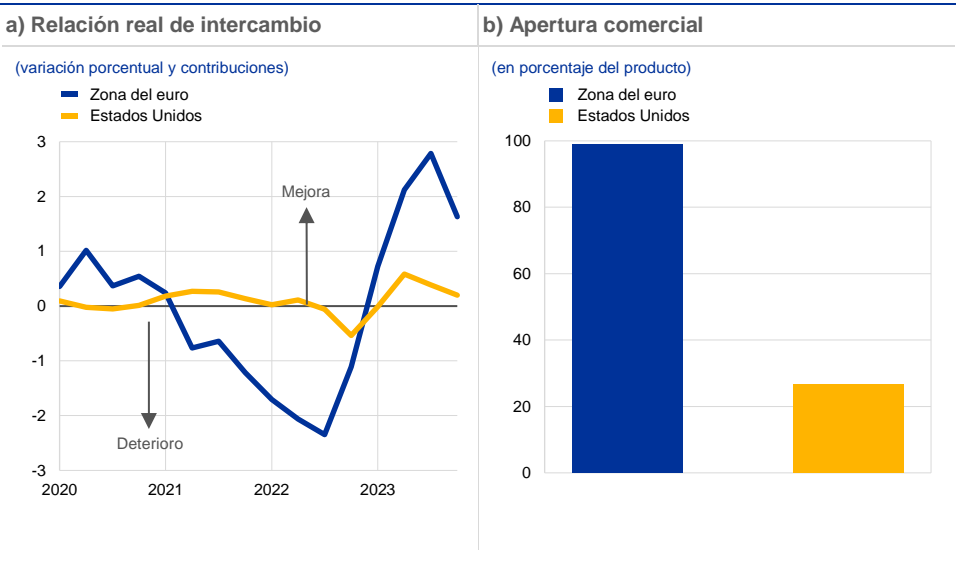
<sup>5</sup> Véase el recuadro titulado «El impulso al consumo derivado del ahorro acumulado durante la pandemia: ¿es importante la composición?», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023.

<sup>6</sup> Véase el recuadro titulado «Implicaciones del deterioro de la relación real de intercambio para la renta real y la balanza por cuenta corriente», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

en un contexto de deterioro de la confianza y de creciente incertidumbre. Esto sirvió para frenar el consumo privado, en especial el de bienes. Aunque la actividad de los servicios se vio estimulada por los efectos de la reapertura en ambas regiones, el crecimiento de la producción de este sector fue más vigoroso en Estados Unidos. Además, la mayor apertura comercial de la zona del euro hizo que su sector manufacturero se viera particularmente expuesto a los cuellos de botella en la oferta y a la desaceleración global (panel b del gráfico C).

Gráfico C

Relación real de intercambio y apertura comercial en la zona del euro y en Estados Unidos



Fuentes: Eurostat y Bureau of Economic Analysis.  
Notas: El panel b muestra la suma de las exportaciones e importaciones reales fuera de la zona del euro en porcentaje del producto real en 2023, lo que refleja la mayor participación de la zona del euro en el sistema de comercio mundial y, por tanto, una sensibilidad más acusada de la actividad al comercio en esta región que en Estados Unidos. Las últimas observaciones del panel a corresponden al cuarto trimestre de 2023, y las observaciones del panel b a 2023.

**El avance de la productividad del trabajo en Estados Unidos ha sido significativamente mayor que el de la zona del euro desde la pandemia.** La descomposición del crecimiento del PIB en productividad del trabajo, resultados del mercado laboral y tendencias demográficas muestra una diferencia particularmente pronunciada en la productividad del trabajo (gráfico D). En el período transcurrido desde la irrupción de la pandemia, la productividad por hora trabajada ha aumentado solo un 0,6 % en la zona del euro, frente al 6 % en Estados Unidos. Esta trayectoria divergente del avance de la productividad comenzó en el segundo trimestre de 2020, ya que la relación entre empleo y PIB se ajustó de forma más acusada en Estados Unidos que en la zona del euro. Ello se debió, en parte, a la puesta en marcha de programas de mantenimiento del empleo en la zona del euro, en contraposición al aumento del desempleo que se observó en Estados Unidos. Tras reducirse durante un breve período, la brecha de crecimiento de la productividad empezó a ampliarse de nuevo a partir de mediados de 2022 porque, en la zona del euro, la productividad se vio lastrada por la perturbación energética. La evolución sectorial produjo un efecto importante sobre el crecimiento de la productividad de la zona del euro, y la construcción, en particular, contribuyó negativamente al aumento de la productividad por hora trabajada. Al mismo tiempo,

la aportación de los servicios de TIC y profesionales a la mejora de la productividad en Estados Unidos fue notable. Además, la productividad del trabajo suele ser mucho más cíclica en la zona del euro que en Estados Unidos. Esto se traduce en un menor avance de la productividad en épocas de bajo crecimiento del producto (como ocurre actualmente en la zona del euro) y en un avance más intenso de la productividad cuando la economía se recupera<sup>7</sup>. El fuerte incremento de la población en Estados Unidos, reflejo, fundamentalmente, del aumento de la inmigración, se vio compensado en parte por la caída de la tasa de actividad. En términos de contribuciones al crecimiento del PIB de la zona del euro en ese período, la expansión de la población activa, favorecida por el mayor crecimiento de las tasas de actividad y la afluencia de trabajadores migrantes, se vio contrarrestada en cierta medida por el descenso de las horas trabajadas por persona ocupada. En la zona del euro, el aumento de la población activa fue acompañado de una tasa de empleo más alta, lo que también contribuyó al crecimiento del PIB.

### Chart D

#### Crecimiento del PIB real y mercado de trabajo

(variaciones porcentuales y contribuciones acumuladas, IV TR 2019-IV TR 2023)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Economic Analysis.

**En comparación con un escenario de ausencia de medidas de apoyo fiscal, se estima que la política fiscal discrecional ha contribuido positivamente al crecimiento en ambas regiones en general, aunque resulta difícil establecer comparaciones precisas<sup>8</sup>.** En la fase más aguda de la pandemia en 2020, las medidas discrecionales adoptadas contribuyeron a amortiguar los efectos de la perturbación causada por la pandemia. El estímulo (aproximado por la variación del saldo primario ajustado de ciclo en 2020 en comparación con 2019) fue sustancial

<sup>7</sup> Véase O. Arce y D. Sondermann, «[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)», *The ECB Blog*, 6 de mayo de 2024.

<sup>8</sup> No se dispone de estimaciones comparables del tamaño y la composición de las medidas discrecionales (más allá de la orientación fiscal), ni de su impacto en el crecimiento. Para la zona del euro, véase el recuadro titulado «The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022» en el artículo «[The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023. Para 2023 se estima que el efecto de las medidas fiscales discrecionales sobre el crecimiento será moderadamente negativo.

en ambas áreas económicas, si bien fue mayor en Estados Unidos, donde superó el 5 % del PIB, frente al 4 % del PIB en la zona del euro (gráfico E). En términos de composición, las medidas de apoyo a las rentas de los hogares estadounidenses, que fueron de carácter generalizado y de cuantía relativamente elevada, respaldaron el consumo privado, mientras que el estímulo fiscal aplicado en la zona del euro estuvo más focalizado en el sostenimiento del empleo, como fue el caso de los programas de mantenimiento del empleo<sup>9</sup>. La orientación de la política fiscal se endureció en ambas regiones en 2021 y 2022, pero más en Estados Unidos que en la zona del euro<sup>10</sup>. En 2022, cuando comenzó la crisis energética en la zona del euro, los Gobiernos adoptaron importantes medidas para reducir los precios de la energía y apoyar las rentas por un importe próximo al 2 % del PIB; al mismo tiempo, la mejora de las cuentas públicas fue considerablemente mayor en Estados Unidos, como consecuencia, entre otros factores, de la retirada de las medidas de apoyo asociadas a la pandemia. En 2023, la posición fiscal de Estados Unidos volvió a empeorar, debido a la caída de los ingresos tributarios por plusvalías, así como a medidas discrecionales, como las contempladas en la Ley de Reducción de la Inflación que promueven la inversión industrial. En conjunto, aunque el impulso fiscal acumulado durante el período 2020-2023 fue similar en las dos regiones, se produjo en respuesta a perturbaciones que fueron más intensas en la zona del euro. Además, dado que el déficit primario era sustancialmente más elevado en Estados Unidos antes de la pandemia (así como la inercia del gasto), ese país acumuló déficits primarios (y deuda) muy superiores a los de la zona del euro, en especial durante 2020-2021 y en 2023<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos en 2020», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021. Para un análisis de la zona del euro, véase también el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

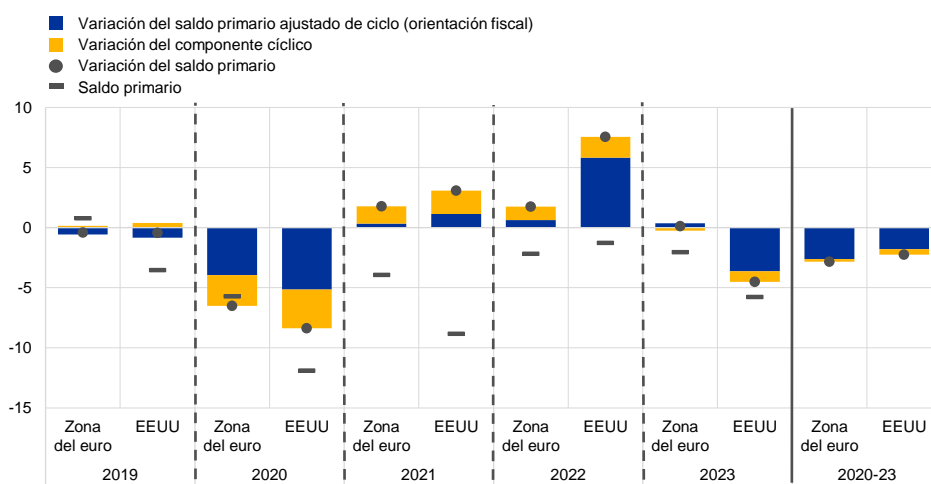
<sup>10</sup> Las medidas discrecionales de estímulo siguieron vigentes en la zona del euro en 2021, en particular las relacionadas con el consumo público (incluido el gasto sanitario) y las subvenciones (programas de mantenimiento del empleo y otras ayudas a las empresas). Factores no discrecionales con un impacto significativo, principalmente los ingresos extraordinarios, contribuyeron al endurecimiento de la orientación fiscal que se muestra en el gráfico E.

<sup>11</sup> Según las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril de 2024, los déficits primarios acumulados en 2020-2023 fueron del 28 % del PIB en Estados Unidos, frente al 14 % del PIB en la zona del euro. Durante ese período, la ratio de deuda pública en relación con el PIB aumentó 14 puntos porcentuales en Estados Unidos (hasta el 122,1 % en 2023), frente a 5 puntos porcentuales en la zona del euro (hasta el 88,6 % en 2023). Los datos correspondientes a 2023 aún son preliminares y pueden ser objeto de revisiones.

## Gráfico E

### Impulso fiscal —contribuciones de la orientación fiscal y de las condiciones cíclicas— y saldos primarios totales

(puntos porcentuales del PIB, porcentajes del PIB)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril de 2024.

Notas: La orientación fiscal es una aproximación de la respuesta discrecional de la política fiscal. El impulso fiscal (variación del saldo primario) incluye también los estabilizadores automáticos (variación del componente cíclico). Las variaciones negativas (positivas) indican una relajación (endurecimiento) de la política fiscal. El último panel muestra las variaciones acumuladas en el periodo 2020-2023. El saldo primario se expresa en porcentaje del PIB. El resultado para 2023 es preliminar y puede ser objeto de revisiones.

### Por lo que se refiere a la política monetaria, se dispone de evidencia dispar de su impacto relativo en las dos regiones.

En ambas áreas se produjo un endurecimiento prácticamente similar de la política monetaria y una fuerte transmisión a los tipos de interés de los préstamos al sector privado. Sin embargo, el efecto en los distintos componentes del gasto fue heterogéneo<sup>12</sup>. La transmisión de las modificaciones de la política monetaria está sujeta a altos niveles de incertidumbre<sup>13</sup> y depende, en gran medida, de las estructuras financieras existentes como, por ejemplo, una proporción más baja de hipotecas a tipo de interés fijo y de deuda de las empresas, unos efectos riqueza menos pronunciados<sup>14</sup>, así como una mayor dependencia del sistema bancario, en la zona del euro que en Estados Unidos. Por ejemplo, existe cierta evidencia de que la transmisión a la inversión empresarial fue más intensa en la zona del euro, mientras que el efecto sobre la inversión residencial fue mayor en Estados Unidos<sup>15</sup>. Además, las perturbaciones de política monetaria en este último país suelen tener un impacto adverso significativo en las condiciones financieras y en la actividad real de la zona

<sup>12</sup> Véase «[The analytics of the monetary policy tightening cycle](#)», discurso pronunciado por Philip R. Lane, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, Stanford, 2 de mayo de 2024.

<sup>13</sup> Véase «[The transmission of monetary policy](#)», discurso pronunciado por Philip R. Lane, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, Nueva York, 11 de octubre de 2022.

<sup>14</sup> Los datos de las cuentas sectoriales muestran una proporción mayor de riqueza financiera y una propensión más elevada a consumir dicha riqueza en Estados Unidos que en la zona del euro. Véase también el recuadro titulado «[El impulso al consumo derivado del ahorro acumulado durante la pandemia: ¿es importante la composición?](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023.

<sup>15</sup> Véase el recuadro titulado «[La política monetaria y la inversión residencial en la zona del euro y en Estados Unidos](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

del euro, mientras que las perturbaciones de política monetaria en la zona del euro no afectan de la misma manera a Estados Unidos<sup>16</sup>.

**De cara al futuro, las proyecciones macroeconómicas más recientes del Eurosistema apuntan a una disminución del diferencial de crecimiento entre la zona del euro y Estados Unidos en los dos próximos años.** A diferencia del país norteamericano, se espera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro se acelere como consecuencia de una mayor fortaleza relativa del consumo<sup>17</sup>. Asimismo, se prevé una reducción de la brecha de crecimiento de la productividad, con una recuperación más pronunciada de esta en la zona del euro, debido, en parte, a cierta corrección cíclica del atesoramiento de empleo.

---

<sup>16</sup> Véase M. Ca' Zorzi *et al.*, «[Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#)», *International Journal of Central Banking*, junio de 2023.

<sup>17</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2024.



## **Earnings calls: ¿qué podemos aprender del sentimiento de las empresas y de su percepción de riesgos?**

**Malin Andersson, Juliette Guillotin y Pedro Neves**

**En este recuadro se evalúan los riesgos percibidos y el sentimiento a partir de evidencia procedente de las presentaciones de resultados (*earnings calls*) de las empresas<sup>1</sup>.** Mediante el análisis textual de las presentaciones de resultados realizadas por grandes empresas de la zona del euro, en este recuadro se obtienen indicadores oportunos de la percepción que tienen las empresas sobre riesgos específicos, así como índices de sentimiento sobre la demanda y sobre la oferta. Este análisis es especialmente informativo para conocer cómo perciben las empresas las repercusiones de perturbaciones globales graves.

**En las búsquedas textuales, se establece una relación entre las palabras de un grupo de sinónimos y las transcripciones de *earnings calls*, lo que permite elaborar índices de riesgo y de sentimiento con frecuencia trimestral<sup>2</sup>.** Más concretamente, los riesgos seleccionados están relacionados con la pandemia de COVID-19, la geopolítica, la inflación, la política monetaria, las condiciones financieras y las restricciones de oferta. El índice de riesgo agregado de la zona del euro resultante muestra una correlación elevada con el indicador de incertidumbre económica elaborado por la Comisión Europea (en las encuestas de opinión que realiza mensualmente a empresas y a consumidores), mientras que los índices de sentimiento sobre la demanda y sobre la oferta están correlacionados, respectivamente, con la evolución de la demanda y de los bienes de equipo como factores que pueden limitar la producción (en sus encuestas de opinión trimestrales)<sup>3</sup>.

**Según los *earnings calls*, la percepción de riesgos de las empresas sigue siendo mayor en la zona del euro que en otros países.** La zona del euro ha

<sup>1</sup> Las *earnings calls* son teleconferencias (que suelen realizarse una vez al trimestre) entre el consejo de administración de una empresa cotizada, los inversores, los analistas y los medios de comunicación en las que se analizan los resultados financieros de la empresa. Los resultados del análisis correspondiente al primer trimestre de 2024 abarcan un total de 6.072 empresas, 563 de las cuales tienen su sede en la zona del euro. Puede consultarse más información en el [sitio web de NL Analytics](#). Véanse también el recuadro titulado «*Earnings calls: nueva evidencia sobre los beneficios, la inversión y las condiciones de financiación de las empresas*», *Boletín Económico*, número 4, 2023, y T. A. Hassan, J. Schreger, M. Schwedeler y A. Tahoun, «*Sources and Transmission of Country Risk*», *NBER Working Paper*, n.º 29526, noviembre de 2021.

<sup>2</sup> El índice de riesgo muestra el número de frases en las que se menciona una palabra de un grupo específico de términos junto con palabras clave como «riesgo» o conceptos similares, y se expresa en porcentaje del número total de frases donde aparece «riesgo». El índice de sentimiento refleja el número neto de frases en las que el tema elegido implica noticias positivas frente a negativas, en porcentaje del total de las frases, y se calcula tanto para las condiciones de demanda como para las de oferta.

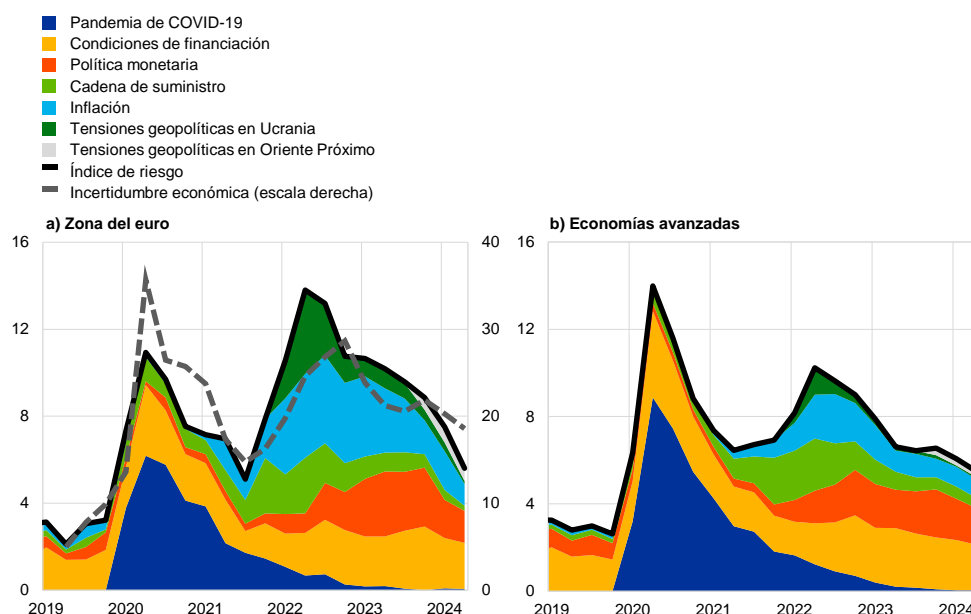
<sup>3</sup> A pesar de esta correlación, «incertidumbre» no es lo mismo que «riesgo» en el sentido de que la primera surge cuando la información necesaria para prever y predecir evoluciones es insuficiente o no está disponible. En cambio, el riesgo se asocia a una probabilidad económica de que se produzca un fenómeno económico concreto. El riesgo puede considerarse un resultado de la incertidumbre, es decir, todos los riesgos conllevan incertidumbre, mientras que no todas las situaciones de incertidumbre se consideran de riesgo; véanse K. F. Park y Z. Shapira, «*Risk and Uncertainty*», en M. Augier y D. J. Teece (eds.), *The Palgrave Encyclopaedia of Strategic Management*, 2017, y el recuadro titulado «*El impacto del reciente repunte de la incertidumbre en la actividad económica de la zona del euro*», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

estado especialmente expuesta a las grandes perturbaciones que han afectado a la economía mundial en los últimos años y ha sufrido las fuertes repercusiones económicas asociadas. La percepción de riesgos agregada de las empresas de mayor tamaño —que se refleja en los índices de riesgo obtenidos a partir de los *earnings calls*— repuntó simultáneamente en la zona del euro y en otras economías avanzadas en el momento en el que se produjo la primera ola de la pandemia y la invasión injustificada de Ucrania por parte de Rusia. Sin embargo, salvo en el punto álgido de la pandemia, se percibía que los riesgos eran más relevantes en la zona del euro que en el resto del mundo (gráfico A). Por ejemplo, la pandemia provocó cuellos de botella en la oferta sin precedentes en la industria manufacturera de la zona, y la invasión rusa de Ucrania impulsó el aumento de los precios de las materias primas y la inflación general. También se percibía que los riesgos asociados al endurecimiento de la política monetaria a lo largo de 2022 eran mayores en la zona del euro. En la primera mitad de 2024, el índice de riesgo se situó muy por encima del nivel de 2019, aunque continuaba por debajo de los máximos registrados anteriormente (gráfico A). En la actualidad, las empresas de la zona del euro consideran que los riesgos asociados a la inflación y a la política monetaria son elevados, pero están disminuyendo. Asimismo, perciben que los riesgos relacionados con la oferta y con la guerra de Rusia contra Ucrania se han reducido, pero siguen estando presentes. Por el momento, los riesgos que se derivan de las tensiones en Oriente Próximo se perciben como marginales. Las condiciones de financiación (distintas de la política monetaria) parecen ser un riesgo constante en las empresas que, por tanto, también era evidente antes de la pandemia, si bien actualmente es algo mayor.

## Gráfico A

### Índices de riesgo: percepción de las empresas sobre algunos riesgos macroeconómicos importantes

(porcentaje de todas las frases donde aparece «riesgo»; saldos netos)



Fuentes: NL Analytics, Comisión Europea (DG ECFIN) y cálculos del BCE.

Notas: El riesgo refleja la frecuencia con la que aparecen, en los *earnings calls* de las empresas, palabras como «riesgo» o similares, junto con sinónimos de *pandemia de COVID-19* (coronavirus, COVID-19, riesgo de COVID-19, crisis de COVID); *condiciones de financiación* (financiero/a Y [crisis O inestabilidad O volatilidad], impago, quiebra\*, soberano/a, deuda, liquidez, préstamo, prestar\*, coste de los fondos\*, coste de financiación\*, capacidad crediticia, disponibilidad de crédito, condiciones de financiación, endeudamiento\*); *política monetaria* (tipo de interés\*, monetario/a, Reserva Federal, Fed, Banco Central Europeo, BCE, FOMC, Banco de China, banco central, autoridad monetaria); *cadena de suministro* (cadena de suministro, cuello de botella en la cadena de suministro, cuello de botella, disrupción en el suministro, escasez de oferta, cuello de botella en la oferta, perturbación de oferta, restricción de oferta, problemas de suministro, riesgo de la cadena de suministro); *inflación* (inflación); *tensiones geopolíticas en Ucrania* ([Ucrania\* O Rusia\*] Y [guerra O invasión O conflicto O geopoliti\* O violencia O crisis O militar O tensión\*], Rusia\* Y gas); *tensiones geopolíticas en Oriente Próximo* (Gaza, Israel, Hamás, Palestina, palestinos, israelí, liban\*, huti\*, Irán, Yemen, Oriente Próximo Y [conflicto O guerra O violencia O tensión\* O crisis O invasión O militar O geopoliti\*], mar Rojo, canal de Suez). Las empresas de la zona del euro constituyen alrededor del 8 % de toda la muestra. Entre otras economías avanzadas, las empresas estadounidenses representan el 61 % de la muestra, las del Reino Unido el 3 % y las de otras economías avanzadas el 15 % (incluyen Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Japón, Corea del Sur, Noruega, Suiza y Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro). Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024 para los *earnings calls* (presentaciones de resultados realizadas hasta el 31 de mayo) y a mayo para el índice de incertidumbre.

### Las transcripciones de las presentaciones de resultados también pueden utilizarse para obtener índices de sentimiento empresarial.

Estos índices proporcionan una previsión de muy corto plazo (*nowcast*) combinada con una visión a corto plazo del ciclo económico de la zona del euro, ya que los directivos suelen expresar no solo su visión sobre las perspectivas de la empresa, sino también su valoración del ciclo económico y sus perspectivas a nivel tanto sectorial como macroeconómico. En consecuencia, los índices de sentimiento sobre la demanda y sobre la oferta ayudan a detectar de manera temprana cambios en el ciclo económico de la zona del euro. Este método proporciona un enfoque complementario —además de transmitir un mensaje coherente— con respecto a otras formas de identificar perturbaciones de oferta y de demanda que influyen en el PIB, como las basadas en modelos estructurales de vectores autorregresivos<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Véanse el recuadro 3 del artículo titulado «[The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, 2023, y F. U. Ruch y T. Taskin, «[Global Demand and Supply Sentiment: Evidence From Earnings Calls](#)», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 86, n.º 2, abril de 2024.

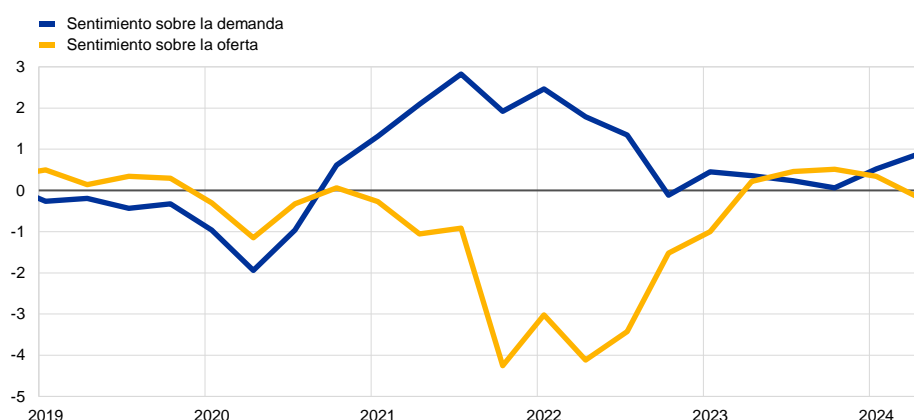
### El sentimiento sobre la demanda y el correspondiente a la oferta se han normalizado en general (gráfico B).

Las condiciones de demanda en la zona del euro —como ilustra un índice de sentimiento sobre la demanda basado en los *earnings calls*— retornaron a su media histórica en 2023. El sentimiento sobre la demanda fue particularmente positivo en 2021 y en 2022 con la reapertura de la economía tras la pandemia. En la segunda mitad de 2022 comenzó a empeorar y se deterioró algo más a lo largo de 2023, en consonancia con un crecimiento del PIB real próximo a cero. Hasta ahora, en el primer semestre de 2024 este sentimiento ha mejorado de nuevo, lo que es coherente con el repunte de la actividad observado en el primer trimestre del año. Por lo que respecta a la oferta, el índice de sentimiento registró un descenso significativo en 2021 y 2022, debido a la aparición de graves cuellos de botella en la oferta y disrupciones en las cadenas de suministro en un contexto de mayor demanda asociada a la reapertura de la economía. A principios de 2023 aumentó significativamente y superó su media histórica al final del año, coincidiendo con la resolución de los mencionados cuellos de botella. En la primera mitad de 2024, el índice se ha reducido levemente, pero se ha mantenido en niveles cercanos a su media histórica, lo que sugiere que las tensiones en Oriente Próximo no han afectado de forma considerable a la percepción que tienen las empresas de las condiciones de oferta. Esta evolución coincide con los resultados de las encuestas de opinión elaboradas por la Comisión Europea correspondientes al segundo trimestre de 2024, que muestran un ligero aumento de la percepción de los bienes de equipo como factor limitador de la producción y la percepción de que la demanda respalda, en general, la producción.

### Gráfico B

Índices de sentimiento sobre la demanda y sobre la oferta de la zona del euro

(z-scores)



Fuentes: NL Analytics y cálculos del BCE.

Notas: El sentimiento neto refleja la frecuencia con la que aparecen, en los *earnings calls* de las empresas, las palabras relativas a *demanda* (demanda) y *oferta* (cadena de suministro, cuello de botella en la cadena de suministro, cuello de botella, disrupción en el suministro, escasez de oferta, cuello de botella en la oferta, perturbación de oferta, restricción de oferta, problemas de suministro, riesgo de la cadena de suministro). El z-score se calcula restando la media histórica de cada punto de datos y dividiendo esta serie corregida por la media por la desviación típica. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024 (presentaciones de resultados realizadas hasta el 31 de mayo).

## Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales

Vasco Botelho

**El indicador de atesoramiento de empleo (*labour hoarding*) del BCE mide el porcentaje de empresas que no han reducido su plantilla pese al empeoramiento de sus perspectivas específicas.** Este indicador se elabora por primera vez utilizando la encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) en la zona del euro. El indicador de atesoramiento de empleo puede descomponerse en dos márgenes: un «margen de actividad», que refleja el porcentaje de empresas cuyas perspectivas específicas se han deteriorado, y un «margen de empleo», que indica el porcentaje de empresas que no han reducido su personal a pesar de señalar un empeoramiento de sus perspectivas. El margen de actividad muestra en qué medida las perturbaciones adversas afectan a las perspectivas de las empresas de la zona del euro, mientras que el margen de empleo refleja la capacidad de estas para mantener su plantilla cuando se enfrentan a una perturbación adversa<sup>1</sup>.

**En el primer trimestre de 2024, el porcentaje de empresas que mantuvieron su plantilla permaneció por encima de los niveles anteriores a la pandemia (gráfico A)<sup>2</sup>.** El indicador de atesoramiento de empleo se situó en el 22,2 % en el primer trimestre de 2024, un nivel relativamente elevado si se compara con la media previa a la pandemia del 12,7 % (correspondiente al período comprendido entre el tercer trimestre de 2014 y el mismo trimestre de 2019). Este indicador muestra que las perspectivas económicas propias de un porcentaje significativo de empresas (30,2 %) habían empeorado en los seis meses anteriores. De estas empresas, el 73,5 % evitó recortes de personal durante ese período. La capacidad de las empresas para retener a sus trabajadores disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2024, desde el 76,1 % del tercer trimestre de 2023, pero se mantuvo en torno al nivel medio registrado antes de la pandemia. Por tanto, el margen de actividad creció de forma considerable con respecto al período previo a la pandemia, mientras que el margen de empleo permaneció prácticamente sin cambios.

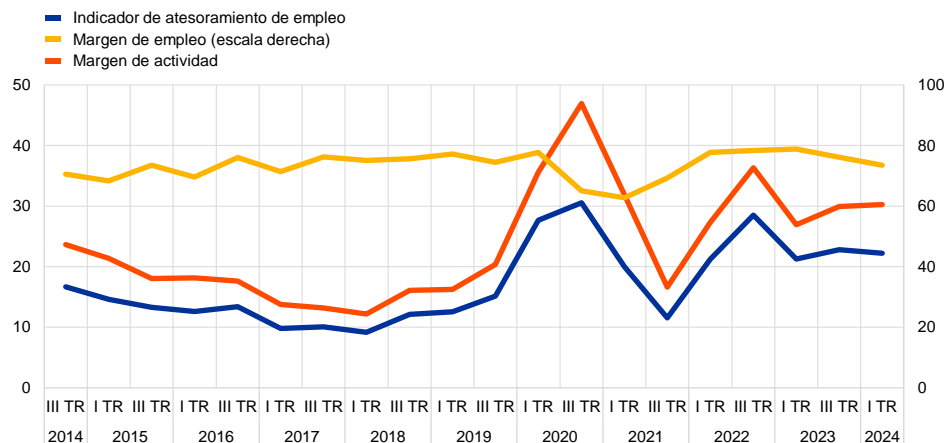
<sup>1</sup> Las perspectivas específicas de cada empresa se analizan en la respuesta a la pregunta «Considerando cada uno de los siguientes factores, ¿diría que [las experiencias y opiniones de su empresa] han mejorado, no han variado o han empeorado durante los seis meses anteriores?» y sobre la base del factor «Perspectivas específicas de su empresa con respecto a sus ventas y rentabilidad o plan de negocio». La pregunta es de tipo cualitativo. Por tanto, podría implicar que las perspectivas de la empresa han seguido siendo favorables.

<sup>2</sup> Complementando el aumento de la retención de empleo, la evolución del empleo se ha visto respaldada por el descenso de los salarios reales. Este factor se analiza con más detalle en el recuadro titulado «[Determinantes del crecimiento del empleo en la zona del euro tras la pandemia: una perspectiva basada en modelos](#)» en este Boletín Económico.

## Gráfico A

### Indicador de atesoramiento de empleo

(porcentaje de empresas, porcentajes)



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

Notas: El indicador de atesoramiento de empleo es el porcentaje de empresas que no han reducido su plantilla cuando sus perspectivas específicas han empeorado. El margen de actividad refleja el porcentaje de empresas cuyas perspectivas específicas se han deteriorado en el período de seis meses anterior, mientras que el margen de empleo se refiere al porcentaje de empresas que no han recortado personal de entre todas las que señalaron un deterioro de sus perspectivas durante el mismo período. Las ediciones de la encuesta del primer trimestre abarcan de octubre a marzo, y las del tercer trimestre de abril a septiembre.

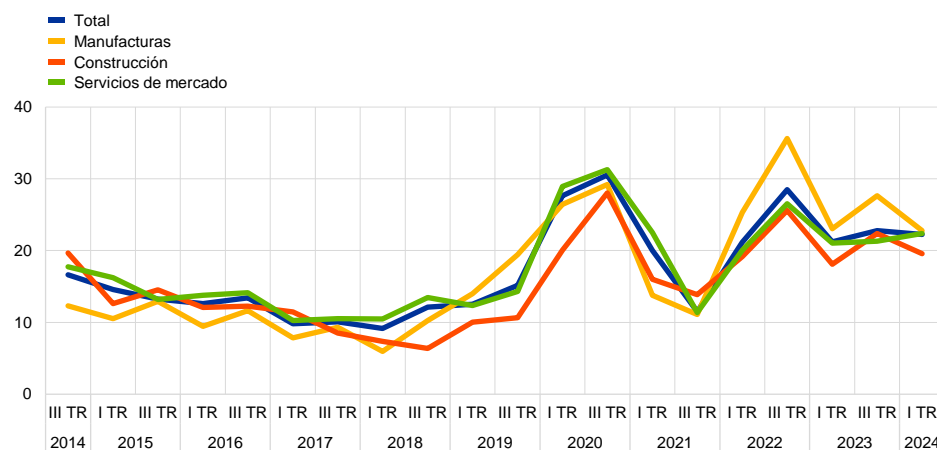
**El indicador de atesoramiento de empleo se ha incrementado en general desde los niveles observados antes de la irrupción de la pandemia, sobre todo en el sector manufacturero (gráfico B).** En el primer trimestre de 2024, este

indicador se situó en el 22,8 % en las manufacturas, en el 19,6 % en la construcción y en el 22,4 % en los servicios de mercado. El atesoramiento de empleo se mantuvo en un nivel considerablemente elevado en todos los sectores en comparación con el período anterior a la pandemia, en el que se registraron niveles medios del 11,2 %, el 11,4 % y el 13,3 % en esos tres sectores, respectivamente. Más recientemente, tras la escalada de los precios de la energía, el aumento de la retención de empleo fue más acusado en las manufacturas, donde alcanzó un máximo del 35,6 % en el tercer trimestre de 2022. Las empresas de otros sectores también optaron por mantener su plantilla en respuesta al deterioro de sus condiciones de negocio; así pues, el 25,6 % de las constructoras y el 26,5 % de las que prestan servicios de mercado indicaron que no habían reducido su personal tras un empeoramiento de sus propias perspectivas económicas.

## Gráfico B

### Indicador de atesoramiento de empleo en distintos sectores

(porcentaje de empresas, porcentajes)



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

Notas: El indicador de atesoramiento de empleo sectorial es el porcentaje de empresas que no han reducido su plantilla cuando sus perspectivas específicas han empeorado de entre todas las empresas que operan en un sector de actividad económica determinado.

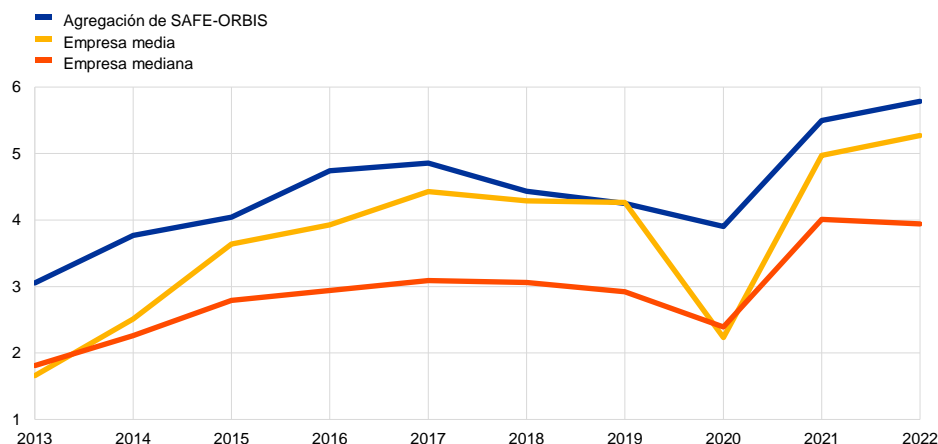
**Los márgenes empresariales se incrementaron sustancialmente con la recuperación tras la pandemia y, en 2022, alcanzaron los niveles más altos de la última década (gráfico C)<sup>3</sup>.** Los márgenes empresariales (antes de impuestos) aumentaron desde una media del 4,3 % de los ingresos de explotación en el período 2014-2019 hasta situarse alrededor del 5,8 % en 2022. A nivel de empresa, se observó un incremento similar en las empresas media y mediana. En el caso de la empresa media, los márgenes aumentaron desde el 3,8 % en 2014-2019 hasta el 5,3 % en 2022, mientras que en la mediana pasaron del 2,8 % al 3,9 %.

<sup>3</sup> Para este recuadro se complementó la información obtenida de la SAFE con información extraída de ORBIS sobre el balance de las empresas correspondiente al ejercicio anterior. Los márgenes empresariales se definen como la ratio entre los beneficios de una empresa antes de impuestos y sus ingresos de explotación. El crecimiento de los márgenes en 2021-2022 en el conjunto de datos de SAFE-ORBIS es coherente, aunque no directamente comparable, con el incremento de los beneficios unitarios registrado a nivel macroeconómico. Se produce un desfase temporal antes de que los registros de los balances estén disponibles en ORBIS, y el último año disponible para los márgenes de SAFE-ORBIS en el análisis efectuado es 2022.

## Gráfico C

### Márgenes empresariales a lo largo del tiempo

(porcentajes)



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

Notas: El margen agregado de SAFE-ORBIS se calcula sumando los beneficios antes de impuestos y los ingresos de todas las empresas en cada ejercicio de los balances de ORBIS antes de calcular la ratio del margen empresarial. Se produce un desfase temporal antes de que los registros de los balances estén disponibles en ORBIS, y el último año disponible para los márgenes en el análisis efectuado es 2022.

**Se estima que el aumento de los márgenes empresariales ha mejorado la capacidad de las empresas para mantener su plantilla en caso de producirse una perturbación adversa que afecte a sus perspectivas económicas (gráfico D).** Para estimar la relación entre los márgenes empresariales y el

atesoramiento de empleo se realizan regresiones a nivel de empresa<sup>4</sup>. Según las estimaciones, si el margen empresarial de una compañía se incrementa en 1 punto porcentual, el porcentaje de empresas que retienen mano de obra en respuesta a un empeoramiento de las perspectivas aumenta en unos 0,2 puntos porcentuales. Este aumento se debe al margen de empleo, que se calcula que crece 0,4 puntos porcentuales aproximadamente, mientras que el margen de actividad, en general, no se vería afectado por el incremento del margen empresarial<sup>5</sup>. Esto implica que el crecimiento de los márgenes empresariales ayudó a las empresas a evitar recortes de personal tras sufrir perturbaciones que empeoraron sus perspectivas económicas después de la pandemia.

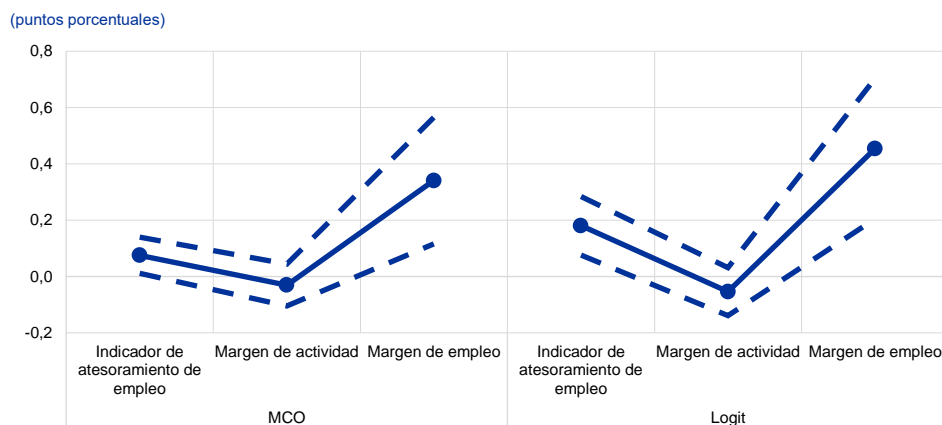
<sup>4</sup> Estas regresiones incluyen efectos fijos de empresa para tener en cuenta las características no observables de las empresas, así como efectos fijos de tiempo que reflejan las variaciones en el ciclo económico y en la composición cambiante de la muestra de empresas encuestadas en cada edición de la SAFE.

<sup>5</sup> Es importante destacar que la decisión de las empresas de retener mano de obra es racional y coherente con los objetivos de maximización de beneficios a largo plazo. Las empresas que maximizan los beneficios optan por no reducir su personal cuando los costes de los despidos, de las nuevas contrataciones y de formación son superiores a los costes de mantener su plantilla.



## Gráfico D

Impacto en el atesoramiento de empleo de un incremento del margen empresarial de 1 punto porcentual



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

Notas: El impacto de la variación del margen empresarial se estima utilizando métodos de datos de panel mediante la regresión del indicador de atesoramiento de empleo de la empresa sobre: i) su margen empresarial correspondiente al ejercicio contable anterior, ii) un efecto de tiempo para reflejar los cambios en el ciclo económico y iii) efectos fijos de empresa. En el modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) se emplean ponderaciones de empresas variables en el tiempo. En el modelo *logit* se utilizan ponderaciones fijas a nivel de empresa.

**El aumento de los márgenes empresariales tuvo un impacto sobre el atesoramiento de empleo que fue generalizado en todos los sectores, pero más intenso en la construcción.** El efecto estimado de un aumento del margen empresarial sobre el indicador de atesoramiento de empleo se sitúa en 0,1 puntos porcentuales en la industria, 0,5 puntos porcentuales en la construcción y 0,2 puntos porcentuales en los servicios de mercado. Si bien los cambios generales observados en dicho indicador estuvieron impulsados en todos los sectores principalmente por perturbaciones externas que empeoraron las perspectivas económicas de las empresas, los altos márgenes empresariales observados siguieron siendo un factor importante que contribuyó a que las empresas continuaran teniendo una capacidad elevada para mantener su plantilla.

**Una reducción de los márgenes empresariales puede tener implicaciones para el crecimiento del empleo en los próximos meses<sup>6</sup>.** Los elevados márgenes de 2021-2022 están empezando a normalizarse hacia sus niveles previos a la pandemia. En consecuencia, su disminución será probablemente un factor que reduzca la capacidad de las empresas para mantener su plantilla. En adelante, se espera que los márgenes respalden el crecimiento del empleo menos que en el pasado.

<sup>6</sup> La evolución reciente del atesoramiento de empleo ha tenido también un impacto sobre la productividad del trabajo, como se analiza en O. Arce y D. Sondermann, «[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)», *The ECB Blog*, 6 de mayo de 2024.

## Determinantes del crecimiento del empleo en la zona del euro tras la pandemia: una perspectiva basada en modelos

Agostino Consolo y Claudia Foroni

**El ajuste de los salarios reales ha sido fundamental para respaldar el crecimiento del empleo después de la pandemia en la zona del euro.** En este recuadro se analiza la dinámica del empleo tras el final de la pandemia, centrando la atención en el período transcurrido desde principios de 2022. El fuerte avance del empleo con respecto a la actividad económica ha sido notable en un entorno económico caracterizado por unos precios de la energía muy elevados. El mecanismo de ajuste fue diferente del observado tras la crisis energética de la década de 1970, cuando los salarios reales aumentaron sustancialmente y superaron el crecimiento de la productividad. En cambio, desde principios de 2022, esos salarios han caído en mayor medida que la productividad, lo que ha proporcionado a las empresas flexibilidad para ajustar sus márgenes y, de este modo, ha contribuido a sostener la creación de empleo en un contexto de escasez de mano de obra cualificada. El análisis empírico que se presenta a continuación arroja luz sobre los principales factores determinantes de la reciente expansión del empleo.

**Desde el final de la pandemia, la dinámica del empleo en la zona del euro ha sido significativamente más vigorosa que la actividad económica (panel a del gráfico A)<sup>1</sup>.** Desde el primer trimestre de 2022, el empleo ha registrado un avance excepcionalmente intenso desde una perspectiva histórica. Una forma de analizar esta dinámica es desde la óptica de la relación entre el crecimiento del empleo y el crecimiento económico de la «ley de Okun»<sup>2</sup>. Según estimaciones empíricas de esta relación para la zona del euro, cabría esperar que el empleo creciese a una tasa equivalente, aproximadamente, a la mitad de la registrada por el PIB real tanto en el corto como en el largo plazo<sup>3</sup> (las estimaciones simples de las elasticidades de Okun oscilan entre 0,2 y 0,5). En cambio, el empleo ha experimentado un fuerte ajuste desde el primer trimestre de 2022 y recientemente ha crecido por encima del PIB real. Esta evolución no puede atribuirse únicamente a la recuperación tras la pandemia, dado que el realineamiento ya se había producido hacia finales de 2021.

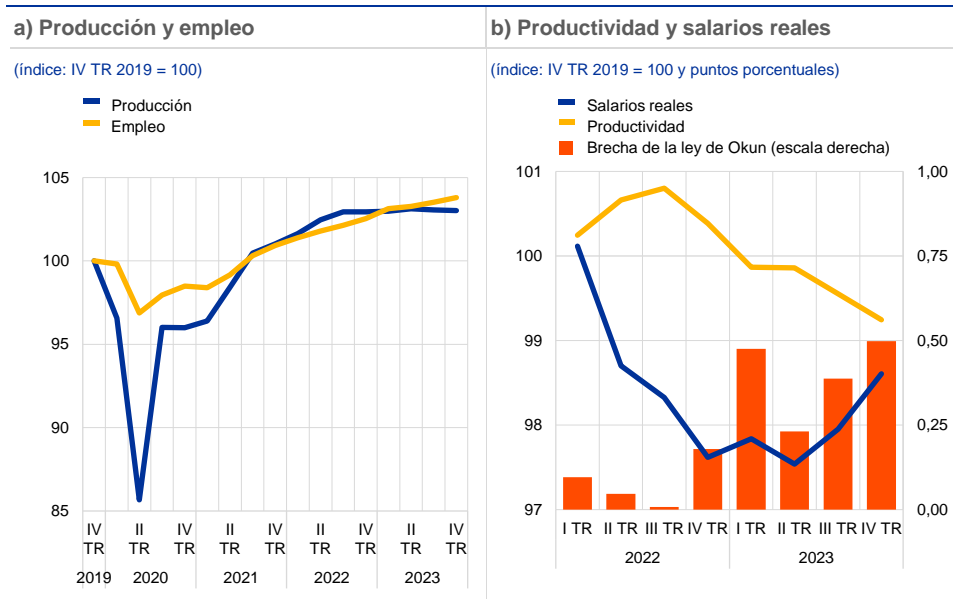
<sup>1</sup> Para una descripción detallada del mercado de trabajo de la zona del euro que complementa los resultados presentados en este recuadro, véanse el recuadro titulado «[La población activa en la zona del euro: evolución y factores determinantes recientes](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2023; O. Arce, A. Consolo, A. Dias da Silva y M. Mohr, «[More jobs but fewer working hours](#)», *The ECB Blog*, 7 de junio de 2023, y el recuadro titulado «[El papel del empleo público durante la crisis del COVID-19](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2022.

<sup>2</sup> Para un análisis, véase L. Ball, D. Leigh y P. Loungani, «Okun's Law: Fit at 50?», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 49, número 7, 2017, pp. 1413-1441.

<sup>3</sup> Véase R. Anderton, T. Arank, B. Bonthuis y V. Jarvis, «Disaggregating Okun's law», *Working Paper Series*, n.º 1747, BCE, Frankfurt, diciembre de 2014.

## Gráfico A

### Ley de Okun, productividad y salarios reales



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el panel b se muestran los salarios reales deflactados por el deflactor del consumo privado. Si se utiliza el deflactor del PIB, la brecha entre la productividad y los salarios reales sigue siendo positiva, pero menor cuantitativamente, y se cierra en el cuarto trimestre de 2023. La productividad se mide como la producción por trabajador. Las barras de color rojo representan las desviaciones (en puntos porcentuales) de la ley de Okun. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

**La creación de empleo se ha visto respaldada por una caída de los salarios reales mayor que la registrada por la productividad.** A diferencia de la evolución observada en la década de 1970, los salarios reales experimentaron un ajuste más acusado que la productividad del trabajo tras la crisis energética de 2022, favoreciendo así la creación de empleo (panel b del gráfico A). La brecha abierta entre el crecimiento de los salarios reales y el de la productividad impulsó el avance del empleo por encima de la tasa consistente con su relación histórica con el PIB, en línea con lo que cabría esperar de una elevada brecha positiva según la ley de Okun. Este ajuste de los salarios reales no solo explica la creación de empleo, sino que también puede limitar la destrucción de puestos de trabajo al incrementar el valor de las relaciones existentes entre las empresas y sus trabajadores (fomentando así el atesoramiento de empleo —*labour hoarding* en inglés—) en períodos de elevada rentabilidad empresarial y de escasez de mano de obra cualificada en el mercado laboral<sup>4</sup>.

**Desde la óptica de un modelo empírico de la ley de Okun, se constata que las fluctuaciones de la demanda y los ajustes de los salarios reales tras la crisis energética han contribuido a desvincular el crecimiento del empleo de la dinámica de la producción.** Se utiliza un modelo estructural de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés), que incluye una perturbación de demanda agregada y tres de oferta agregada (una perturbación tecnológica neutral, otra relacionada con la sustitución de factores y una específica del mercado de trabajo) para explicar los principales determinantes de las

<sup>4</sup> Con respecto al papel de la rentabilidad, véase el recuadro titulado «*Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales*» en este Boletín Económico.

fluctuaciones del empleo<sup>5</sup>. La perturbación tecnológica neutral puede considerarse como una caída de la productividad total de los factores que genera una contracción proporcional de la utilización del capital y el trabajo, y suele comprender también otros *shocks*, como cuellos de botella en las cadenas globales de suministro<sup>6</sup>. La perturbación de sustitución de factores, por su parte, refleja la sustitución directa entre el trabajo y otros factores de producción, no necesariamente solo el capital. Ante un fuerte aumento de los precios de la energía y de los insumos intermedios, es lógico suponer que también intervienen efectos de reasignación y sustitución<sup>7</sup>. La relevancia cuantitativa de cada factor determinante se mide aplicando el modelo a los datos. El gráfico B muestra la descomposición histórica de la contribución de las cuatro perturbaciones al crecimiento de la producción y del empleo. Desde principios de 2022, la contribución de las perturbaciones tecnológicas neutrales (barras de color rojo) ha sido en gran medida negativa tanto para la producción como para el empleo, principalmente como consecuencia de los cuellos de botella en la oferta mundial. La perturbación de sustitución de factores (barra de color verde) ha desempeñado un papel importante en la disminución de la producción y el aumento del empleo, lo que pone de relieve la posible importancia de la sustitución entre factores de producción. Ello refleja un cambio en el precio relativo de dichos factores, ya que el trabajo se abarató en comparación con la energía y el capital.

<sup>5</sup> El modelo BVAR diferencia los distintos determinantes potenciales del crecimiento de la producción y del empleo (véase A. Consolo y C. Foroni, «The euro area labour market: and yet, it moves!», mimeo). Se estima a partir de datos trimestrales de empleo, PIB real, inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), salarios reales (deflactados por el deflactor del PIB) y tipos de interés nominales entre 1970 y 2023. La estrategia de identificación se aplica a través de restricciones de signo derivadas de modelos teóricos del mercado de trabajo (véanse M. Abbritti y A. Consolo, «[Labour market skills, endogenous productivity and business cycles](#)», *Working Paper Series*, n.º 2651, BCE, febrero de 2022, y C. Foroni, F. Furlanetto y A. Le Petit, «[Labor supply factors and economic fluctuations](#)», *International Economic Review*, 2018, vol. 59, pp. 1491-1510).

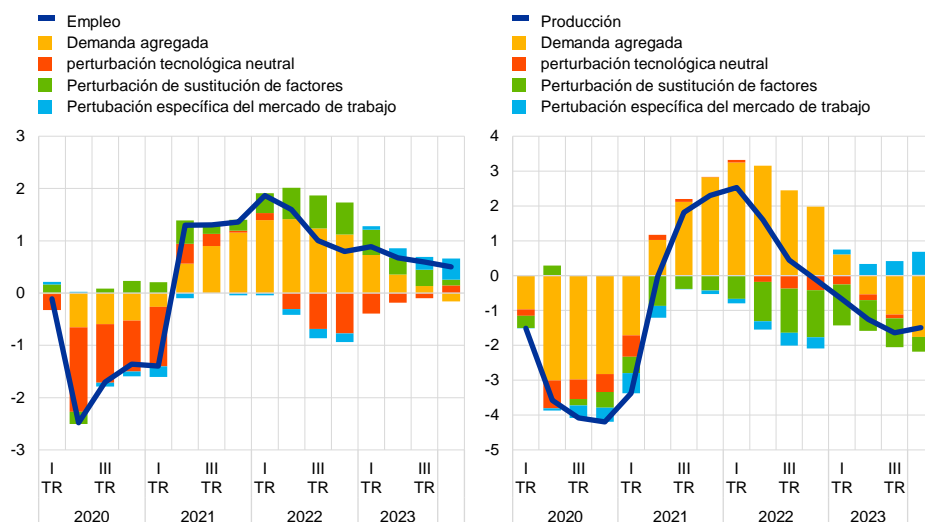
<sup>6</sup> Véase O. Blanchard y J. Galí, «The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?», *Working Papers Series*, n.º 15467, NBER, 2010.

<sup>7</sup> La literatura se centra cada vez más en perturbaciones que generan una correlación negativa similar entre la producción y el empleo. Entre estas se encuentran las que en ocasiones se definen como perturbaciones de automatización (véase C. Foroni y F. Furlanetto, «[Explaining deviation from Okun's law](#)», *Working Paper Series*, n.º 2699, BCE, agosto de 2022) y las perturbaciones sectoriales que alteran la intensidad del capital en distintos sectores en el sentido descrito por D. Acemoglu y V. Guerrieri, «[Capital Deepening and Nonbalanced Economic Growth](#)», *Journal of Political Economy*, 2008, vol. 116, pp. 467-498.

## Gráfico B

### Descomposición histórica del empleo y la producción

(tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: A. Consolo y C. Foroni, «The euro area labour market: and yet, it moves!», mimeo.

Notas: Las líneas representan las tasas de crecimiento interanual del empleo (panel de la izquierda) y de la producción (panel de la derecha) en términos de desviación con respecto a sus respectivos componentes determinísticos. Las barras muestran la contribución de cada perturbación en puntos porcentuales. En el texto principal se describe el significado económico de cada perturbación. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

**La recuperación de la demanda respaldó el crecimiento del empleo y de la producción hasta principios de 2023.** Desde entonces, el debilitamiento de la demanda ha provocado que la actividad económica se ralentice en mayor medida que el crecimiento del empleo, lo que ha contribuido a la mayor desviación con respecto a la ley de Okun. Los factores de demanda —incluidas las políticas monetaria y fiscal— han propiciado la expansión del empleo, como reflejan las barras de color amarillo del gráfico B. Ejemplos de políticas fiscales favorables al empleo han sido el aumento del empleo público, así como los efectos indirectos de los programas de formación dual y de los créditos fiscales en algunos países de la zona del euro. Junto con los efectos sobre la demanda agregada de políticas energéticas focalizadas, las políticas fiscales han sostenido la demanda y el empleo, con un mayor impacto en el empleo que en la producción<sup>8</sup>. Sin embargo, los efectos del endurecimiento de la política monetaria se han traducido en una moderación considerable de la demanda, que ha hecho que el crecimiento del empleo se ralentice y la actividad económica se debilite. El modelo sugiere que la demanda redujo más rápidamente la actividad que el empleo. En 2022, el modelo solo atribuye efectos negativos limitados a factores específicos del mercado laboral (barras de color azul) derivados del descenso de la tasa de actividad y del mayor poder de negociación de los trabajadores<sup>9</sup>. Estos efectos retornaron, en parte, a los

<sup>8</sup> Véase 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.

<sup>9</sup> Una perturbación específica del mercado de trabajo abarca el nivel de poder de negociación de los trabajadores o factores determinantes de la oferta de trabajo. Se ha demostrado que estas perturbaciones originadas en el mercado laboral son relevantes en términos cuantitativos para explicar el empleo y los salarios (véase A. Consolo, C. Foroni y C. Martínez Hernández, «A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2023, vol. 85, pp. 1048-1082).

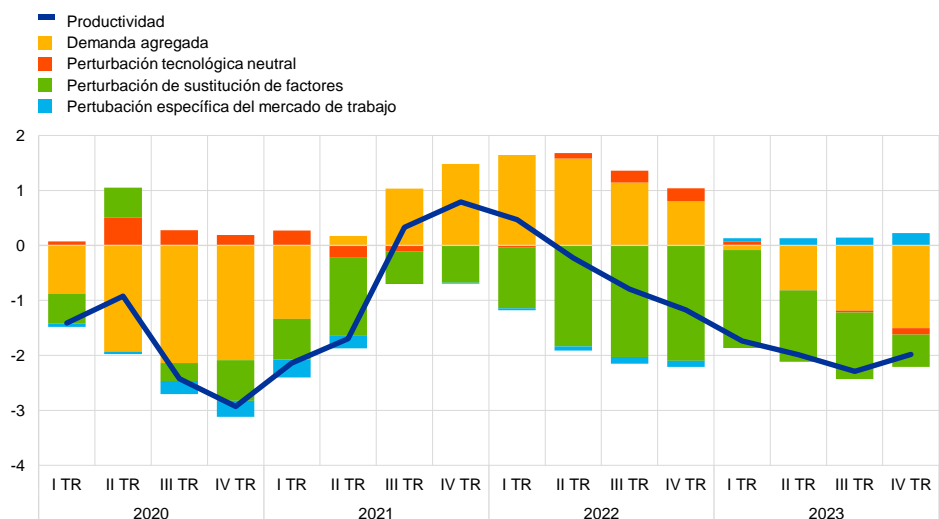
niveles previos en 2023, posiblemente como consecuencia de la falta de sistemas de indexación automática de los salarios y del hecho de que las expectativas de inflación estaban bien ancladas en 2022. A diferencia de crisis energéticas anteriores (como la vivida en la década de 1970), estos factores han conducido al ajuste del mercado de trabajo a través de los salarios reales en lugar de a través del aumento de la tasa de paro.

**Según el modelo analizado, gran parte de la reciente caída de la productividad se ha debido a factores cíclicos.** Tras registrar un repunte positivo después de la pandemia, la productividad se vio lastrada de forma significativa por la crisis energética, y la excepcional fortaleza del mercado de trabajo acentuó aún más su carácter cíclico. El modelo muestra que la resistencia del empleo, propiciada por la perturbación de sustitución de factores, ha intensificado la caída de la productividad del trabajo (gráfico C). Esta perturbación también ha reducido el coste de los salarios reales, amplificando con ello el impacto positivo sobre el empleo y el negativo sobre la productividad. Además, el ajuste de la productividad también está relacionado con factores de demanda (barras de color amarillo), cuya contribución ha pasado a ser más negativa recientemente, si bien se espera que desaparezca a largo plazo. La perturbación de sustitución de factores se está disipando, lo que refleja también las variaciones de los precios de la energía y de los tipos de interés reales, aunque otros factores de oferta, como la innovación y la digitalización, el envejecimiento de la población y otras tendencias estructurales, pueden tener efectos más persistentes en la dinámica de la productividad a largo plazo en la zona del euro.

### Gráfico C

#### Descomposición histórica de la productividad del trabajo

(tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: A. Consolo y C. Foroni, «The euro area labour market: and yet, it moves!», mimeo.

Notas: La productividad se mide como la producción por trabajador. Las líneas representan las tasas de crecimiento interanual de la productividad en términos de desviación con respecto al componente determinístico. Las barras muestran la contribución de cada perturbación en puntos porcentuales. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

**De cara al futuro, se espera que varios factores que están lastrando el crecimiento de la productividad pierdan fuerza.** Se prevé que los efectos de las

medidas de apoyo fiscal que han sostenido el empleo se disipen en los próximos trimestres. Los precios de la energía se están normalizando, lo que está reduciendo el efecto de sustitución de factores entre el trabajo, la energía y el capital. Además, conforme la tasa de inflación de la zona del euro desciende hacia el objetivo, es probable que el efecto restrictivo de la política monetaria sobre la demanda se normalice. Se espera que todos estos factores determinantes de la caída de la productividad se atenúen, contribuyendo así a cerrar la brecha entre el crecimiento de los salarios reales y el crecimiento de la productividad. Dado que las empresas tendrán menos incentivos para contratar trabajadores o retener plantilla, probablemente la relación entre el empleo y el PIB volverá a la normalidad, con el consiguiente ajuste cíclico del crecimiento de la productividad<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Véase O. Arce y D. Sondermann, «[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)», *The ECB Blog*, mayo de 2024.

## ¿Se recuperará el sector del automóvil de la zona del euro?

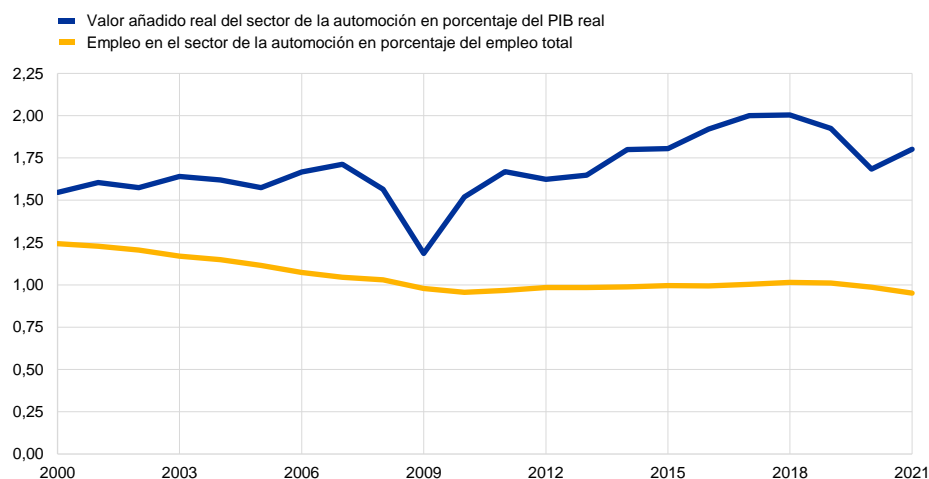
Roberto A. De Santis, Virginia Di Nino, Nina Furbach, Ulla Neumann y Pedro Neves

**El sector de la automoción contribuye significativamente al valor añadido de la economía de la zona del euro.** El peso de la industria del automóvil en el valor añadido real de las manufacturas asciende al 10 % y su participación en el PIB real es ligeramente inferior al 2 %. El sector automovilístico representa el 1 % del empleo total de la zona del euro y el 4 % de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona. Si se tienen en cuenta los vínculos intersectoriales, el valor añadido casi se duplica, lo que pone de manifiesto el alcance de este sector en la economía<sup>1</sup>. La evolución histórica de este sector en comparación con el PIB agregado muestra su resiliencia. Con la excepción de la crisis financiera global y el período más reciente, este sector creció más que el PIB agregado y alcanzó un máximo a principios de 2018. Además, su peso en el empleo total de la zona del euro se ha mantenido relativamente estable desde 2012 (gráfico A).

### Gráfico A

Tamaño del sector de la automoción de la zona del euro frente al total de la economía

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a 2021.

**Con todo, desde el máximo alcanzado a principios de 2018, el sector del automóvil de la zona del euro se ha enfrentado a retos importantes, dado que la producción y las exportaciones han disminuido significativamente y se mantienen por debajo de los niveles previos al COVID-19.** Los volúmenes de producción y las exportaciones reales han tenido dificultades para recuperarse y van

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «[Sectoral dynamics and the business cycle in the euro area](#)» en este Boletín Económico.

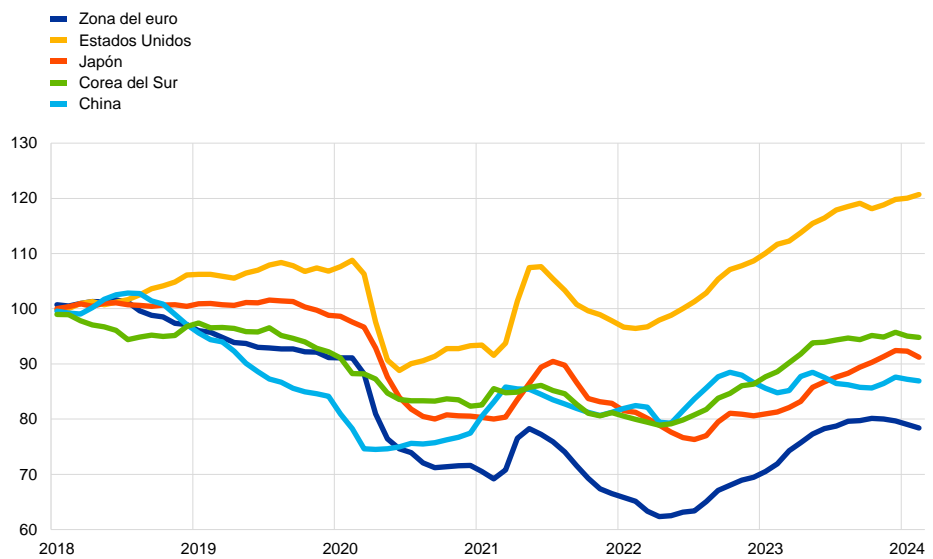


rezagados en relación con los competidores internacionales, y han descendido un 10 % con respecto a antes de la pandemia y un 20 % en relación con los niveles máximos registrados a principios de 2018 (gráficos B y C). Sus competidores han obtenido resultados mucho mejores: el sector de la automoción en países como China, Japón, Estados Unidos y Corea ha registrado un comportamiento más sólido, y China se está perfilando como un importante exportador a la zona del euro.

### Gráfico B

#### Volúmenes de producción de automóviles entre los competidores globales

(media móvil de doce meses, diciembre de 2017 = 100)

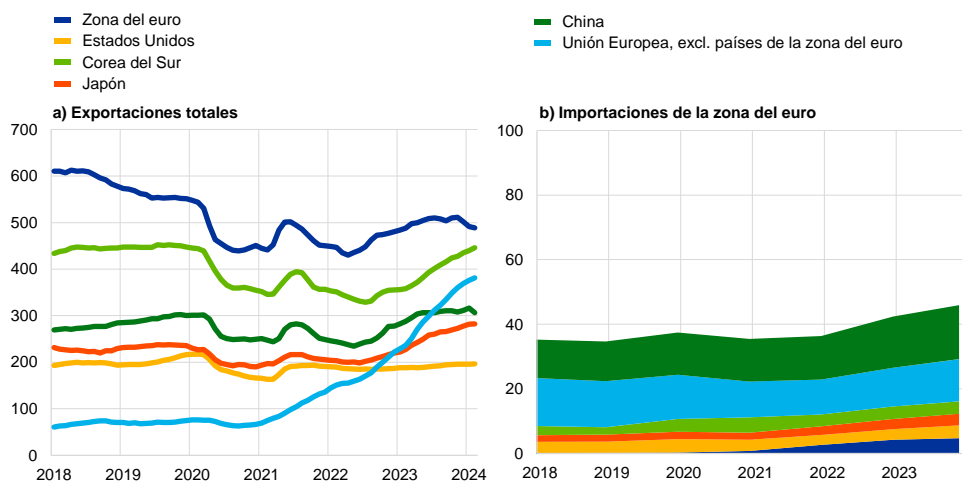


Fuentes: Eurostat, oficinas nacionales de estadística y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

### Gráfico C

#### Exportaciones reales y cuotas de importación de automóviles

(panel a: miles de automóviles, media móvil de doce meses; panel b: porcentaje de demanda interna de automóviles)



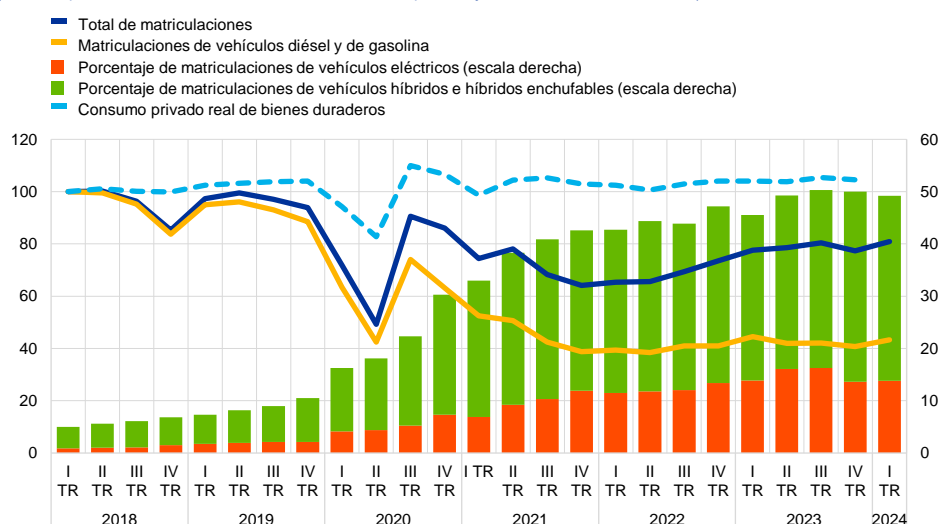
Fuentes: Trade Data Monitor, Eurostat, Oficina Estadística de la Unión Europea y cálculos del BCE.  
Notas: Las exportaciones reales se expresan en unidades de vehículos exportados. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024 (y diciembre de 2023 para China) para el panel a y a 2023 para el panel b.

**Esta disminución de la actividad se debió a una caída de las ventas de automóviles con motor de combustión, que solo se vio compensada en parte por el aumento de la demanda de coches híbridos y eléctricos.** La regulación de los vehículos de motor en la UE se modificó a mediados de 2018 con la aplicación de estándares más rigurosos sobre emisiones de dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>) y pruebas de emisiones más estrictas, que desincentivaron la adquisición de coches de combustión. Las ventas de vehículos híbridos y eléctricos aumentaron de forma sostenida, pasando de representar una décima parte de las matriculaciones totales en 2018 a la mitad en 2023 (gráfico D). En el primer trimestre de 2024, las matriculaciones de automóviles en la zona del euro se situaban en torno a un 20 % por debajo de las registradas a principios de 2018 (gráfico D). La significativa disparidad entre las matriculaciones y el consumo de bienes duraderos por parte de los hogares, que se mantiene relativamente estable, sugiere que estos pueden estar aplazando la compra de todo tipo de vehículos nuevos.

### Gráfico D

#### Matriculaciones de automóviles por tipo de vehículo

(escala izquierda: índice I TR 2018 = 100; escala derecha: porcentajes del total de matriculaciones)



Fuentes: Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 y, para el consumo de bienes duraderos, al cuarto trimestre de 2023.

**La demanda de vehículos de motor también se ha visto lastrada por las subidas de los precios provocadas por las disrupciones en las cadenas de suministro, el incremento de los costes energéticos y las condiciones de financiación restrictivas.** El plazo de entrega de componentes de automóviles aumentó durante la pandemia, en particular en la zona del euro, donde las cadenas de producción están muy integradas a escala mundial. Además, desde septiembre de 2021, los repuntes de los precios de la energía se han trasladado a los precios de producción y a los precios finales de los automóviles<sup>2</sup>. Por último, el alza de los tipos de interés derivada del endurecimiento de la política monetaria ha

<sup>2</sup> Véanse el recuadro titulado «Factores que explican la caída de la producción y la subida de precios en el sector de vehículos de motor», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2022, y R. A. De Santis, «Supply Chain Disruption and Energy Supply Shocks: Impact on Euro Area Output and Prices», *International Journal of Central Banking*, 2024, vol. 20, pp. 193-236.

desincentivado el *leasing* y el crédito para la adquisición de automóviles, lo que ha reducido la demanda de coches tanto nacionales como extranjeros.

**Pese a estos desafíos, la zona del euro ha logrado defender en buena medida su posición en los mercados internacionales mediante una transición más rápida que sus competidores hacia los vehículos eléctricos y, en particular, hacia los híbridos. En estos segmentos las exportaciones han aumentado desde niveles reducidos hasta representar más de una tercera parte del total de unidades exportadas en la actualidad.** Si bien la zona del euro ha perdido cuota de mercado en los últimos años, en términos nominales, la disminución ha sido relativamente modesta (del 2,5 % desde 2017)<sup>3</sup>. Además, esas pérdidas solo afectaron al segmento del automóvil tradicional y se vieron compensadas en parte por las considerables ganancias registradas en los vehículos híbridos y eléctricos (gráfico E). Aunque China ha avanzado notablemente en el segmento de los vehículos eléctricos, hasta ahora estos avances se han materializado principalmente en vehículos pequeños y económicos. La zona del euro se ha mantenido como el segundo mayor productor de automóviles eléctricos e híbridos desde 2020 y 2022, respectivamente. Además, los fabricantes de la zona se han especializado históricamente en el segmento de gama alta del mercado, por lo que se han beneficiado de una demanda relativamente inelástica a los precios<sup>4</sup>. De hecho, estos fabricantes han seguido siendo muy rentables, y en 2022 y 2023 registraron sistemáticamente los márgenes de beneficio neto más elevados entre sus principales competidores internacionales, lo que demuestra la capacidad de resistencia del sector del automóvil de la zona del euro y su ventaja competitiva en el mercado mundial de la automoción.

---

<sup>3</sup> Véase I. Schnabel, «[The future of inflation \(forecast\) targeting](#)», discurso pronunciado en el International Research Forum on Monetary Policy, Federal Reserve Board, Washington, D.C., (diapositiva 8), 17 de abril de 2024.

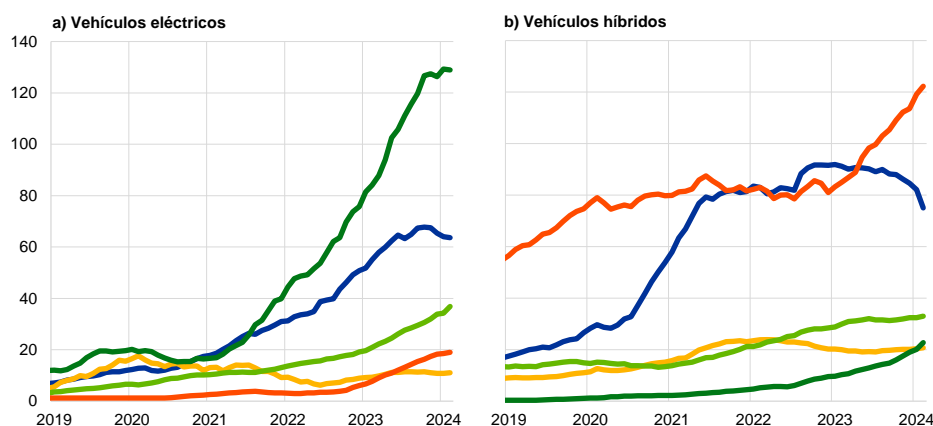
<sup>4</sup> Análisis empíricos internos sugieren que las unidades exportadas por la zona del euro son menos sensibles a las variaciones de los precios del automóvil que las de otros de los principales fabricantes mundiales (Japón, Estados Unidos y Corea) y mucho menos sensibles que las de China.

## Gráfico E

### Exportaciones reales de automóviles eléctricos e híbridos

(miles de automóviles, media móvil de doce meses)

■ Zona del euro  
■ Estados Unidos  
■ Corea del Sur  
■ Japón  
■ China



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: Las exportaciones reales se expresan como unidades de vehículos exportados. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

### La resiliencia de la industria del automóvil de la zona del euro ante la intensificación de la competencia del exterior también se refleja en su posición como centro neurálgico de fabricación automóviles.

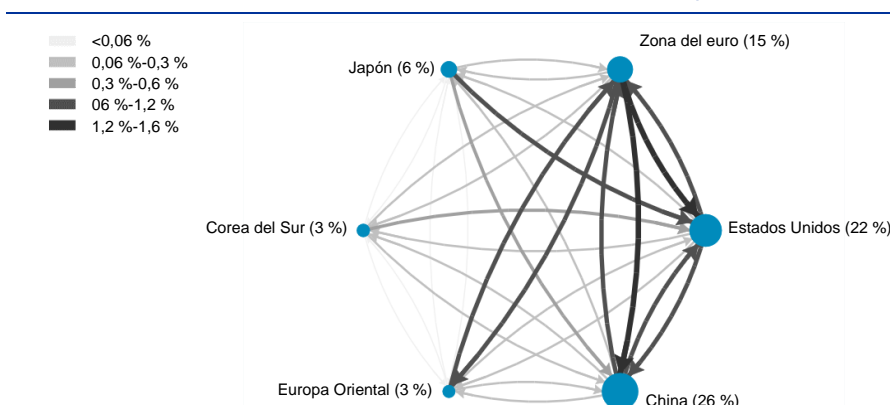
Pese a retos como el aumento de las importaciones y la penetración de las importaciones<sup>5</sup> procedentes de China, la zona del euro parece mantener una ventaja competitiva en material de transporte, como puso de manifiesto el saldo neto positivo de su balanza comercial<sup>6</sup>. En 2022, la zona del euro exportó más producción de material de transporte a destinos de todo el mundo de la que recibió, lo que subraya su fortaleza como región exportadora (gráfico F). Aun teniendo en cuenta la creciente presencia de las importaciones chinas en el mercado interno (gráfico B) y el predominio de ese país en la fabricación mundial de baterías, el saldo neto de la balanza comercial del sector de material de transporte de la zona del euro con China se mantuvo positivo y se cifró en el 3,8 % de la producción interior.

<sup>5</sup> La penetración de las importaciones se mide por la ratio entre las importaciones y el consumo interno total.

<sup>6</sup> Dentro del material de transporte, los vehículos de motor, remolques y semirremolques representan el 76 % del valor añadido exportado de la zona del euro y el 89 % del saldo neto de su balanza comercial.

## Gráfico F

### Red de valor añadido mundial del sector de material de transporte en 2022



Fuentes: Datos de las tablas *input-output* multirregionales y cálculos del BCE.

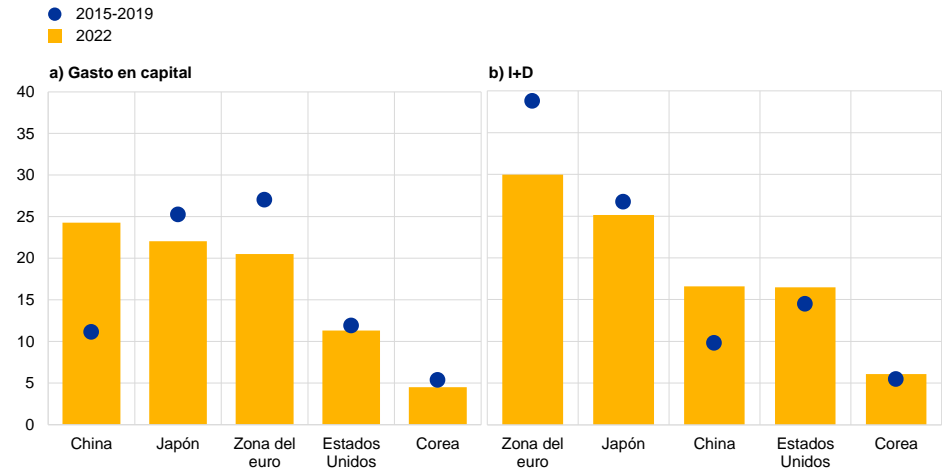
Notas: El tamaño de los nodos es proporcional al valor añadido interno del sector de material de transporte en dólares estadounidenses. El grosor de las flechas representa los flujos de entrada y salida bilaterales de dicho valor añadido. Los porcentajes que figuran junto a los nodos y en la leyenda indican la proporción correspondiente de valor añadido en relación con el valor añadido total del sector de material de transporte a escala global.

**Las fabricantes de automóviles de la zona del euro están realizando cuantiosas inversiones en electrificación y en tecnologías digitales para seguir siendo competitivos en el mercado de la automoción, que está evolucionando con rapidez.** Estas inversiones se reflejan en el significativo gasto de capital y en investigación y desarrollo (I+D) por parte de los fabricantes de automóviles de la zona, que representaron en torno al 20 % y el 30 % a escala global en 2022. Mientras que China ha emergido como líder en gasto de capital, los fabricantes de la zona del euro siguen encabezando la inversión en I+D, lo que evidencia su compromiso con la innovación. Así lo demuestra el elevado número de nuevas patentes relacionadas con el transporte registradas por las empresas de la zona del euro en la Oficina Europea de Patentes entre 2020 y 2022, que supera el de sus competidores. No obstante, estas empresas se están quedando rezagadas en el registro de patentes del ámbito de la comunicación digital, lo que señala los posibles retos a los que se enfrenta el sector automovilístico de la zona del euro en relación con la transformación digital.

Gráfico G

Peso del sector del automóvil en gasto de capital y en I+D

(porcentajes, paridades del poder adquisitivo)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

A medio plazo se espera que la recuperación de la producción de automóviles en la zona del euro esté impulsada principalmente por la demanda de consumo, pero existen riesgos significativos.

Si los obstáculos para la adopción del coche eléctrico disminuyen, y a medida que las perturbaciones temporales vayan desapareciendo, la demanda interna debería recuperarse. Sin embargo, existen varios riesgos importantes que podrían afectar a estas perspectivas. Será fundamental que los fabricantes de coches de la zona del euro logren integrar los procesos digitales con los tradicionales, acelerar la innovación e introducir tecnologías que el mercado acoja satisfactoriamente. Además, la fuerte dependencia de estos fabricantes de proveedores concentrados en unos pocos lugares (por ejemplo, de semiconductores y baterías producidos en un número reducido de países de Asia) plantea riesgos para las cadenas de suministro, sobre todo en períodos de intensificación de las tensiones geopolíticas. Deben realizarse esfuerzos para reforzar la capacidad de resistencia frente a perturbaciones en las cadenas de suministro y para diversificar las fuentes de componentes estratégicos con el fin de mantener la competitividad. Las políticas industriales, en particular las relacionadas con la transición verde —como la infraestructura de carga—, también determinarán las perspectivas del sector automovilístico de la zona del euro<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> En 2021, el Parlamento Europeo aprobó un Reglamento relativo a la [implantación de una infraestructura para los combustibles alternativos](#), que sienta las bases para la adopción de estrategias de transición verde de la UE. Otras iniciativas similares son el [pasaporte digital de vehículos](#) y el [pasaporte digital de baterías](#), que tienen por finalidad reforzar la transparencia y la sostenibilidad de la industria del sector de la automoción. La UE también ha aprobado legislación sobre [materiales de reciclado de baterías](#) para conducir al sector hacia métodos de diseño y producción innovadores y sostenibles. Además, la UE ofrece incentivos económicos como el [Mecanismo de Ajuste en Frontera por Carbono](#), que impone tasas a las importaciones intensivas en carbono para reducir las fugas de carbono y fomentar prácticas más ecológicas en el sector.

## Indicadores de márgenes para el análisis de la inflación considerando el papel de los costes totales

Elke Hahn y Théodore Renault

**En los indicadores convencionales de márgenes que se obtienen de las cuentas nacionales se utiliza como referencia el PIB en lugar del producto de la economía.** Aunque «producto» suele utilizarse como sinónimo de PIB, en las cuentas nacionales se hace una distinción entre ambos conceptos. A diferencia del PIB, el producto incluye los consumos intermedios, es decir, el consumo de los bienes y servicios utilizados para generar el PIB o el concepto relacionado de «valor añadido»<sup>1</sup>. «Producto» es un concepto claramente definido, pero las cuentas nacionales trimestrales no contienen datos actualizados sobre el producto de la zona del euro<sup>2</sup>. Los indicadores convencionales de márgenes de las cuentas nacionales basados en el PIB permiten, por lo tanto, analizar la evolución de los márgenes —medidos en términos del excedente bruto de explotación y la renta mixta— en relación con los costes laborales, pero no en relación con los costes totales. En consecuencia, estos indicadores son útiles para analizar cómo los márgenes están amortiguando el aumento de los costes laborales actualmente, pero no muestran con precisión la forma en la que la evolución de los costes de los bienes intermedios —como la energía— ha dificultado o facilitado estos desarrollos. Esa información la proporcionarían indicadores de márgenes basados en el producto.

**Los indicadores de márgenes que consideran el coste total de los insumos pueden aproximarse sustituyendo el producto por el concepto de «oferta total».** La oferta total se define como la suma del PIB y de las importaciones, ambos disponibles en las cuentas nacionales trimestrales de la zona del euro. La aproximación del producto mediante la oferta total se basa en el hecho de que la oferta total menos las importaciones equivale al PIB, que a su vez es igual al producto menos los consumos intermedios<sup>3</sup>. Si bien el valor de las importaciones es considerablemente más bajo que el de los consumos intermedios, los precios de importación y los precios de los bienes intermedios guardan una estrecha correlación<sup>4</sup>. Por consiguiente, la oferta total es una aproximación (*proxy*) razonable del producto cuando se calcula la dinámica de los márgenes, que se mide como la evolución de la ratio de los precios y los costes. Mientras que el indicador convencional de márgenes se obtiene como la ratio entre el deflactor del PIB a precios básicos y los costes laborales unitarios, el indicador de márgenes basado en la oferta total puede calcularse como la ratio entre el deflactor de la oferta total y los

<sup>1</sup> El producto se define como la suma del valor añadido bruto y los consumos intermedios. El PIB es igual a la suma del valor añadido bruto y los impuestos netos sobre los productos. Véase la descripción completa en el [Sistema Europeo de Cuentas 2010](#).

<sup>2</sup> Los datos sobre el producto de la zona del euro están disponibles con periodicidad anual. También se publican trimestralmente, pero solo para un número limitado de países de la zona del euro.

<sup>3</sup> Para simplificar, no se tiene en cuenta el papel de los impuestos netos sobre los productos.

<sup>4</sup> Un indicador de este comovimiento a escala de la zona del euro es el coeficiente de correlación de 0,9 entre las tasas de variación interanual en frecuencia trimestral del deflactor de las importaciones y los precios de producción de los bienes intermedios correspondientes al período 1999-2023.

costes unitarios totales (la suma de los costes laborales y los de las importaciones por unidad)<sup>5</sup>. Los indicadores de márgenes se centran en el aspecto distributivo, ya que facilitan información sobre la evolución de los márgenes en comparación con la evolución de los costes laborales o de los costes totales. Por ejemplo, una tasa de crecimiento positiva de un indicador de márgenes muestra que los márgenes unitarios (definidos como el excedente bruto de explotación y la renta mixta por unidad del PIB real o de la oferta total real) están creciendo a un ritmo más rápido que el componente de costes unitarios considerado.

**En conjunto, los indicadores de márgenes basados en el PIB (valor añadido) y los basados en la oferta total sugieren que, en 2023, los márgenes comenzaron a amortiguar el impacto de la evolución de los costes laborales sobre las presiones inflacionistas, aunque se vieron favorecidos por la disminución de otros costes.** Según el indicador basado en el PIB, los márgenes aumentaron en 2022, pero comenzaron a reducirse en 2023, amortiguando los costes laborales durante la segunda mitad de ese año<sup>6</sup>. Sin embargo, el indicador basado en la oferta total señala que los márgenes disminuyeron en 2022 y, tras un ligero incremento durante 2023, han comenzado a desacelerarse más recientemente, pero se han mantenido en niveles positivos<sup>7</sup>. En otras palabras, este indicador sugiere que los márgenes amortiguaron los costes totales en 2022, año en el que los precios de importación subieron con fuerza, pero aumentaron en 2023, gracias a la caída de esos precios.

---

<sup>5</sup> Para un análisis de un conjunto más amplio de indicadores de márgenes y de la relación entre el concepto de márgenes utilizado en las cuentas nacionales (excedente bruto de explotación y renta mixta) y el de márgenes empresariales, véase el recuadro titulado «[Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023.

<sup>6</sup> Las grandes fluctuaciones en el indicador convencional de márgenes durante y después de la recesión relacionada con la pandemia reflejan fuertes variaciones en algunos de los datos subyacentes, como la productividad del trabajo, durante la recesión.

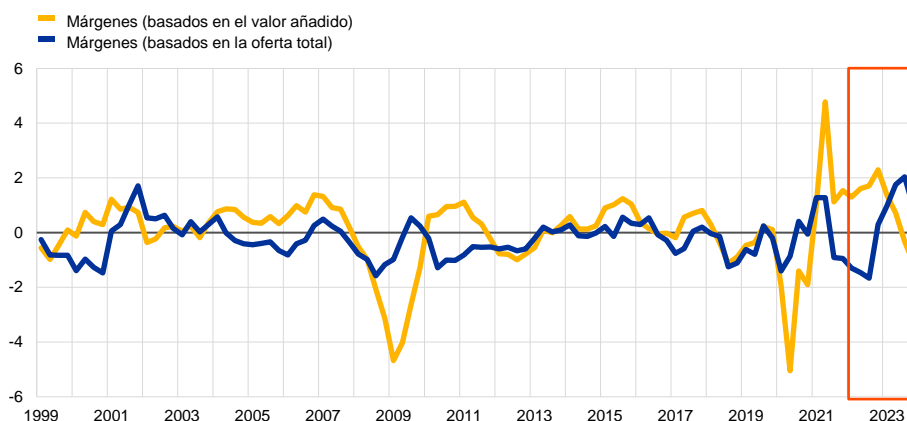
<sup>7</sup> Cabe señalar que, en el caso de los márgenes unitarios, que es otro indicador de márgenes utilizado con frecuencia en el contexto del análisis de la inflación, la evolución del indicador convencional (excedente bruto de explotación y renta mixta divididos por el PIB real) y la del indicador correspondiente basado en la oferta total (excedente bruto de explotación y renta mixta divididos por la oferta total real) fueron muy similares en los dos últimos años. Esto no es sorprendente, ya que se produjo una variación excepcional de los precios de importación, pero no de las importaciones reales.



## Gráfico A

### Tasa de crecimiento de los márgenes basados en el PIB (valor añadido) y en la oferta total

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

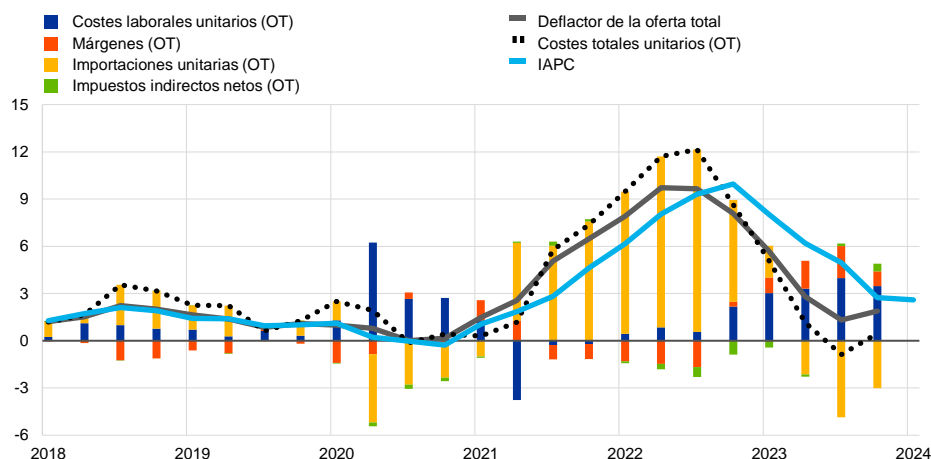
**El deflactor de la oferta total, como aproximación de los precios de producción, apunta a que las presiones observadas de forma generalizada en los precios de la economía de la zona del euro podrían haber tocado fondo en el segundo semestre de 2023.** El crecimiento del deflactor de la oferta total registró un fuerte ascenso entre 2021 y mediados de 2022, y posteriormente cayó de forma acusada, antes de mostrar señales de cierta estabilización en la segunda mitad de 2023 (panel a del gráfico B). Al igual que ocurre con el deflactor del PIB (panel b del gráfico B), la evolución del deflactor de la oferta total puede desglosarse en componentes. Su descomposición indica las causas del aumento y de la disminución de las presiones generales en los precios y su evolución a lo largo del tiempo. Sugiere que el intenso repunte de la inflación fue provocado inicialmente por un aumento pronunciado de las presiones de los precios de importación (de los insumos). Posteriormente, en el ámbito interno, con cierto retraso y en menor medida, se incrementaron los márgenes y, después, los costes laborales. Esta secuencia implica que los márgenes, medidos a través del valor añadido, registraron un crecimiento positivo cuando se produjo la escalada de la inflación, pero un crecimiento negativo si se miden a través de la oferta total. La misma secuencia se observa en la disminución de las presiones inflacionistas, con una evolución opuesta de los márgenes. Las presiones de los precios de importación comenzaron a remitir a mediados de 2022 y, desde hace varios trimestres, se observa un debilitamiento de las presiones inflacionistas internas en la moderación del crecimiento de los márgenes con la finalización de la pandemia y la crisis energética. En el cuarto trimestre de 2023, el ritmo de avance de los costes laborales unitarios también empezó a descender ligeramente.

## Gráfico B

### Deflactor de la oferta total y deflactor del PIB

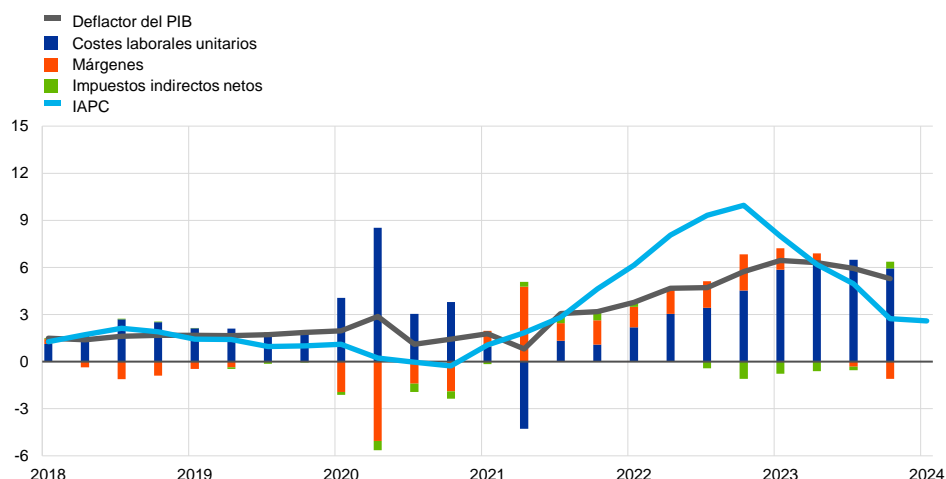
#### a) Deflactor de la oferta total (OT)

(tasas de variación interanual)



#### b) Deflactor del PIB

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 para el IAPC y al cuarto trimestre de 2023 para los demás datos. Panel a: los costes laborales unitarios (OT) y las importaciones unitarias (OT) se muestran como contribuciones en puntos porcentuales a los costes totales unitarios (OT).

**Para una muestra limitada de países de la zona del euro es posible calcular un indicador de márgenes basado en el producto «genuino», cuya evolución sigue, en gran medida, la de los indicadores basados en la oferta total.** El indicador de márgenes basado en la oferta total puede ser una aproximación imperfecta de un indicador basado en el producto si los precios de importación evolucionan de forma muy diferente a los precios de los consumos intermedios. Las cuentas nacionales trimestrales de la zona del euro proporcionan información sobre el producto y los consumos intermedios de seis países de la zona, que conjuntamente representan el 60 % del PIB de la zona<sup>8</sup>. Esto permite realizar una comparación directa entre los indicadores de márgenes basados en la oferta total y

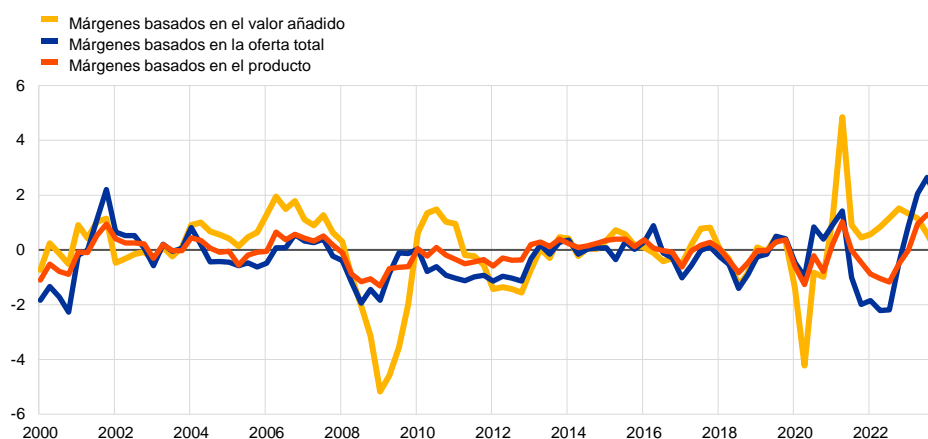
<sup>8</sup> Se dispone de datos sobre el producto y sobre los consumos intermedios de Alemania, Estonia, Grecia, Francia, Países Bajos y Finlandia.

en el producto, respectivamente. En la muestra limitada, la evolución de los dos indicadores ha presentado una correlación estrecha a lo largo del tiempo y sus períodos de crecimiento positivo y negativo han coincidido en gran medida, incluso en el período más reciente<sup>9</sup>. El indicador basado en el producto ha mostrado una volatilidad ligeramente más baja, lo que puede atribuirse, en parte, al hecho de que los precios de los bienes intermedios han sido recientemente algo menos volátiles que los de los bienes importados. Esto sugiere que, para el conjunto de la zona del euro, el indicador de márgenes basado en la oferta total puede ser una aproximación fiable de un indicador de márgenes basado en el producto.

### Gráfico C

Tasa de crecimiento de los márgenes basados en el valor añadido, la oferta total y el producto de una muestra limitada de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para los indicadores basados en el valor añadido y los basados en la oferta total, y al tercer trimestre de 2023 para el indicador correspondiente al producto. La muestra limitada de países de la zona del euro incluye Alemania, Estonia, Grecia, Francia, Países Bajos y Finlandia.

**En síntesis, en épocas de fluctuaciones excepcionales de los precios de los bienes intermedios, un indicador de márgenes basado en la oferta total puede complementar el indicador convencional de márgenes basado en el valor añadido.** De cara al futuro, tras las desviaciones relativamente importantes observadas entre los dos indicadores en los dos últimos años, la desaparición de las variaciones excepcionales de los precios de importación dará lugar, probablemente, a un mayor realineamiento del crecimiento de los márgenes basados en el valor añadido y basados en la oferta total en términos de dirección y de magnitud positiva/negativa.

<sup>9</sup> La evolución tanto del indicador de márgenes basado en el valor añadido como del basado en la oferta total a partir de la muestra limitada es comparable a la correspondiente a los indicadores del agregado de la zona del euro (gráfico A).

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 31 de enero y el 16 de abril de 2024

Juliane Kinsele y Vagia Iskaki

**En este recuadro se describen la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el primer y el segundo período de mantenimiento de reservas de 2024.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 31 de enero y el 16 de abril de 2024 (el «período de referencia»).

**El exceso de liquidez medio en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo durante el período de referencia.** Esta disminución se debió al vencimiento de la séptima operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III.7), así como a los reembolsos anticipados de los saldos vivos de la financiación obtenida en otras TLTRO III efectuados por las entidades de crédito el 27 de marzo de 2024. La provisión de liquidez también se redujo por la finalización de las reinversiones en el marco del programa de compras de activos (APP) a principios de julio de 2023. Sin embargo, esta menor provisión de liquidez se vio compensada en parte por el descenso continuado de los factores autónomos netos de absorción de liquidez.

### 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 99,7 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.531,2 mm de euros.** Esta reducción obedeció casi íntegramente a una disminución de 98 mm de euros —hasta los 1.369,7 mm de euros— de los factores autónomos netos (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»), que fue consecuencia del descenso de los factores autónomos de absorción de liquidez y del aumento de los factores autónomos de inyección de liquidez. Las exigencias de reservas mínimas descendieron en 1,7 mm de euros hasta los 161,5 mm de euros.

**Durante el período de referencia, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un descenso de 33,7 mm de euros, hasta situarse en 2.619,7 mm de euros, debido principalmente a que los depósitos no relacionados con la política monetaria y los billetes en circulación continuaron reduciéndose.** Los depósitos de las Administraciones Públicas (véase la sección «Pasivo» del cuadro A) registraron una caída de 27,7 mm de euros, en promedio, durante el período considerado, hasta situarse en 154,6 mm de euros. Esta evolución refleja que continuó la normalización del volumen agregado del efectivo mantenido por los Tesoros nacionales en el Eurosistema, que también se vio

impulsada por los cambios en la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas mantenidos en el Eurosistema que entraron en vigor el 1 de mayo de 2023. El 16 de abril de 2024, el Consejo de Gobierno confirmó el límite máximo de la remuneración de estos depósitos y lo fijó en el tipo a corto plazo del euro (€STR) menos un diferencial de 20 puntos básicos, aunque los bancos centrales nacionales pueden decidir aplicar un tipo más bajo basándose en consideraciones de carácter nacional<sup>1</sup>. También siguieron disminuyendo los otros depósitos no relacionados con la política monetaria incluidos en los otros factores autónomos<sup>2</sup>. La normalización de las condiciones en los mercados *repo* derivada de la mitigación de los problemas de escasez de activos de garantía también hizo más atractiva la opción de colocar en el mercado los depósitos no relacionados con la política monetaria. El importe de los billetes en circulación disminuyó, en promedio, en 9,1 mm de euros durante el período de referencia, hasta los 1.544,6 mm de euros, lo que estuvo motivado por la reducción en las tenencias de billetes que se ha venido observando desde que los tipos de interés oficiales dejaron de ser negativos.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez registraron un alza de 64,1 mm de euros y se situaron en 1.250,3 mm de euros.** Los activos netos denominados en euros aumentaron en 29,3 mm de euros durante el período de referencia, en gran medida como consecuencia de la reducción continuada de los pasivos en euros frente a no residentes en la zona del euro. Ello, a su vez, refleja el ajuste en las estrategias de gestión de efectivo de los clientes de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema (ERMS, por sus siglas en inglés) observado desde que, el 1 de mayo de 2023, entró en vigor la nueva remuneración de los depósitos mantenidos en el marco de ERMS, fijada en el €STR menos 20 puntos básicos, que se confirmó el 16 de abril de 2024<sup>3</sup>. Los activos exteriores netos se incrementaron en 34,8 mm de euros, sobre todo por la revalorización de determinados activos exteriores de reserva en 29 mm de euros que se produjo en el segundo período de mantenimiento de reservas. No obstante, este aumento se vio contrarrestado por ajustes de revalorización incluidos en otros factores autónomos.

En el cuadro A se presentan los factores autónomos considerados anteriormente y sus variaciones<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Véase «El BCE confirma el límite máximo de la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas de la zona del euro y ajusta la remuneración de los otros depósitos no relacionados con la política monetaria», *nota de prensa*, BCE, 17 de abril de 2024.

<sup>2</sup> En términos netos, sin embargo, otros factores autónomos registraron un ligero incremento como resultado del descenso de los depósitos no relacionados con la política monetaria y del aumento de las cuentas de revalorización.

<sup>3</sup> Véase «El BCE confirma el límite máximo de la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas de la zona del euro y ajusta la remuneración de los otros depósitos no relacionados con la política monetaria», *nota de prensa*, BCE, 17 de abril de 2024.

<sup>4</sup> Para más detalles sobre los factores autónomos, véase el artículo titulado «La gestión de la liquidez del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2002.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo								
(medias; mm de euros)								
	Período de referencia actual: 31 de enero de 2024 a 16 de abril de 2024						Período de referencia anterior: 1 de noviembre de 2023 a 30 de enero de 2024	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 31 de enero a 12 de marzo de 2024		Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril de 2024		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de absorción de liquidez</b>	2.619,7	(-33,7)	2.620,9	(-29,4)	2.618,3	(-2,6)	2.653,5	(-67,1)
Billetes en circulación	1.544,6	(-9,1)	1.543,2	(-13,5)	1.546,3	(+3,0)	1.553,7	(-6,1)
Depósitos de las AAPP	154,6	(-27,7)	168,5	(+0,1)	137,8	(-30,7)	182,3	(-40,3)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	920,6	(+3,1)	909,2	(-16,0)	934,3	(+25,1)	917,5	(-20,7)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	7,0	(-1,1)	7,2	(-0,9)	6,8	(-0,5)	8,1	(-1,4)
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	161,5	(-1,7)	161,4	(-1,0)	161,6	(+0,2)	163,2	(-1,8)
<b>Facilidad de depósito</b>	3.421,3	(-99,1)	3.490,9	(+3,5)	3.337,9	(-153,0)	3.520,5	(-94,6)
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

1) Calculados 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: 31 de enero de 2024 a 16 de abril de 2024						Período de referencia anterior: 1 de noviembre de 2023 a 30 de enero de 2024	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 31 de enero a 12 de marzo de 2024		Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril de 2024		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Factores autónomos de inyección de liquidez	1.250,3	(+64,1)	1.232,1	(+14,4)	1.272,1	(+40,0)	1.186,2	(+35,4)
Activos exteriores netos	979,6	(+34,8)	966,5	(+8,1)	995,4	(+29,0)	944,8	(+17,3)
Activos netos denominados en euros	270,7	(+29,3)	265,6	(+6,3)	276,7	(+11,1)	241,4	(+18,1)
Instrumentos de política monetaria	4.959,5	(-199,9)	5.048,5	(-42,4)	4.852,6	(-195,9)	5.159,4	(-200,0)
Operaciones de mercado abierto	4.959,5	(-199,9)	5.048,5	(-42,4)	4.852,6	(-195,9)	5.159,4	(-200,0)
Operaciones de crédito	334,0	(-123,5)	402,1	(-2,0)	252,2	(-149,9)	457,4	(-110,8)
OPF	3,9	(-3,7)	4,8	(-3,1)	2,8	(-2,0)	7,6	(+0,8)
OPFML a tres meses	6,4	(+2,0)	5,0	(+1,1)	7,9	(+2,9)	4,4	(-3,8)
Operaciones TLTRO III	323,7	(-121,8)	392,3	(+0,0)	241,5	(-150,8)	445,5	(-107,8)
Carteras en firme <sup>1)</sup>	4.625,5	(-76,5)	4.646,4	(-40,4)	4.600,4	(-46,0)	4.702,0	(-89,3)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.  
Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación; «OPFML» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo y «TLTRO III» a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.  
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: 31 de enero de 2024 a 16 de abril de 2024						Período de referencia anterior: 1 de noviembre de 2023 a 30 de enero de 2024	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 31 de enero a 12 de marzo de 2024		Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril de 2024		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	1.531,2	(-99,7)	1.550,4	(-45,1)	1.508,1	(-42,3)	1.630,9	(-104,1)
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	1.369,7	(-98,0)	1.389,0	(-44,1)	1.346,5	(-42,6)	1.467,7	(-102,3)
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	3.428,3	(-100,2)	3.498,1	(+2,7)	3.344,7	(-153,4)	3.528,5	(-96,0)

Fuente: BCE.  
Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.  
1) Se calculan como la suma de 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: 31 de enero de 2024 a 16 de abril de 2024				Período de referencia anterior: 1 de noviembre de 2023 a 30 de enero de 2024			
	Primer período de mantenimiento: 31 de enero a 12 de marzo de 2024		Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril de 2024		Séptimo período de mantenimiento		Octavo período de mantenimiento	
OPF	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Facilidad de depósito	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(+0,006)	3,908	(+0,001)	3,903	(+0,00)	3,901	(-0,001)
Índice RepoFunds Rate Euro	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)

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. «OPF» son las operaciones principales de financiación y «€STR» se refiere al 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 se redujo en 199,9 mm de euros, hasta un importe de 4.959,5 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** Esta reducción de liquidez obedeció principalmente a que los importes proporcionados mediante operaciones de crédito siguieron descendiendo.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito disminuyó en 123,5 mm de euros, hasta los 334 mm de euros, durante el período de referencia.** Esta disminución refleja en gran medida el descenso de los saldos vivos de las operaciones TLTRO III debido al vencimiento de la TLTRO III.7 (215,4 mm de euros) y a los reembolsos anticipados de la financiación obtenida en otras TLTRO (35,8 mm de euros), que se produjeron el 27 de marzo de 2024. Al mismo tiempo, también se redujeron ligeramente los saldos vivos de las operaciones de financiación convencionales del Eurosistema —operaciones principales de financiación (OPF) y operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses—. Dicha reducción se debió fundamentalmente al descenso observado, en promedio, en las OPF (3,7 mm de euros), mientras que las OFPML a tres meses se incrementaron en 2 mm de euros. La limitada participación de las entidades de crédito en estas operaciones y su capacidad para realizar cuantiosos reembolsos de la financiación obtenida a través de las TLTRO sin recurrir a las operaciones regulares de financiación refleja su holgada posición de liquidez, en términos agregados, y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas a tipos de interés atractivos.

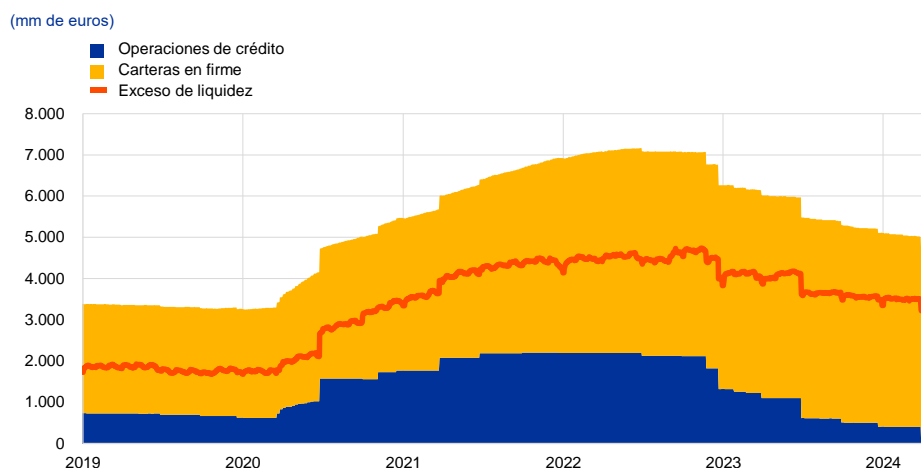
**La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de carteras en firme experimentó un descenso de 76,5 mm de euros durante el período de referencia.** Este descenso se debió a la finalización, a partir del 1 de julio de 2023, de las reinversiones del principal de los valores que fueron venciendo en el contexto del programa APP. En el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia, el principal de los valores que han ido venciendo se ha reinvertido



íntegramente desde que se puso fin a las compras netas a finales de marzo de 2022<sup>5, 6</sup>.

### 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 16 de abril de 2024.

## Exceso de liquidez

**El exceso de liquidez medio disminuyó en 100,2 mm de euros, hasta un importe de 3.428,3 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).**

El exceso de liquidez se define como la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito neto del recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito para cubrir las reservas mínimas. Tras registrar un máximo de 4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso de liquidez medio ha disminuido de forma sostenida, principalmente como consecuencia de los vencimientos y los reembolsos anticipados de los fondos obtenidos en las TLTRO III, al tiempo que la finalización de las reinversiones del APP también ha contribuido a esta caída desde julio de 2023.

## Evolución de los tipos de interés

**El Consejo de Gobierno mantuvo sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE durante el período de referencia.** Los tipos de interés de la

<sup>5</sup> Los valores mantenidos en las carteras 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.

<sup>6</sup> En diciembre de 2023 se anunció que, en el segundo semestre de 2024, el BCE tiene intención de reinvertir solo parcialmente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia que vayan venciendo.

facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito permanecieron en el 4,00 %, el 4,50 % y el 4,75 %, respectivamente.

**En promedio, el €STR apenas experimentó cambios durante el período de referencia, manteniendo un diferencial estable con respecto a los tipos de interés oficiales del BCE.** El €STR cotizó, en promedio, 9,2 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante todo el período analizado, ligeramente por encima del diferencial medio de 9,9 puntos básicos observado durante los períodos de mantenimiento de reservas de 2023. Por consiguiente, hasta ahora, el menor exceso de liquidez no ha tenido un impacto significativo sobre el €STR.

**El tipo *repo* medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, siguió cotizando cerca del tipo de la facilidad de depósito.** En promedio, el tipo *repo* se situó 4,9 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, con un aumento de aproximadamente 2,5 puntos básicos con respecto al período anterior. Esta evolución refleja la reversión continuada, desde el último trimestre de 2023, de los factores que estuvieron presionando a la baja los tipos *repo*. Estos factores son la revaluación de las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés, que incentiva a los intermediarios financieros a tomar posiciones largas en bonos financiados por *repos*, y la mayor disponibilidad de activos de garantía derivada del descenso de los saldos vivos de los valores mantenidos en el marco del APP y la liberación de los activos de garantía movilizados por el vencimiento de las TLTRO.

Francesca Barbiero y Maria Dimou

**El riesgo de crédito ha ido aumentando gradualmente en los últimos trimestres, pero no ha alcanzado los niveles de deterioro implícitos en los indicadores generales del riesgo de crédito bancario basados en regularidades históricas, habida cuenta de las débiles perspectivas económicas para la zona del euro, las subidas de los tipos de interés y el número creciente de quiebras.** Tanto las ratios de préstamos dudosos como los indicadores más amplios del riesgo de crédito (por ejemplo, los importes vencidos recientes y los préstamos en vigilancia especial —*stage 2*—) se han incrementado de forma continuada en los últimos trimestres, con cierta heterogeneidad entre países como consecuencia, entre otros factores, de las diferentes exposiciones a los sectores más sensibles a los tipos de interés, como el inmobiliario comercial. Sin embargo, el avance se ha mantenido contenido en general<sup>1</sup>. Además, las probabilidades de impago (PD, por sus siglas en inglés) en las exposiciones del balance de las entidades de crédito apenas han aumentado desde que comenzó el reciente ciclo de endurecimiento de la política monetaria, pese a la mayor carga por intereses y al deterioro de las perspectivas económicas<sup>2</sup>. En general, las frecuencias de impago declaradas se encuentran por debajo de los niveles que cabría esperar atendiendo a las regularidades históricas, dadas las perspectivas macroeconómicas actuales<sup>3</sup>.

**Parte de la evolución benigna del riesgo de crédito de los balances bancarios puede atribuirse al hecho de que, desde el comienzo del ciclo de endurecimiento, las entidades de crédito han reajustado activamente sus carteras en favor de activos más seguros (gráfico A).** Si se examinan las carteras de préstamos a empresas de las entidades desde finales de 2021, según lo declarado en AnaCredit (el registro de crédito de la zona del euro), efectivamente se produjo un deterioro de la solvencia de los prestatarios, debido probablemente a la mayor carga por intereses y al progresivo debilitamiento de las condiciones macroeconómicas (barras amarillas del gráfico A). Habría sido de esperar que esta evolución hubiera causado un deterioro notable de las carteras crediticias de las entidades. Sin embargo, además de reducir de forma generalizada la oferta de crédito desde el inicio del endurecimiento de la política monetaria, las entidades han ido dirigiendo selectivamente la concesión de crédito hacia las contrapartes más seguras en sus carteras de préstamos a empresas (barras azules del gráfico A). Este reajuste ha compensado con creces el empeoramiento pasivo de la calidad de las exposiciones de las entidades como consecuencia de los cambios en la solvencia de contrapartes preexistentes. Así pues, la proporción de préstamos con

<sup>1</sup> Véanse, por ejemplo, las series sobre [préstamos dudosos](#) y [préstamos en vigilancia especial](#) (ambas en inglés) en las estadísticas supervisoras sobre el sector bancario elaboradas por el BCE.

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «[Vulnerabilidad de las empresas según la encuesta SAFE](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024.

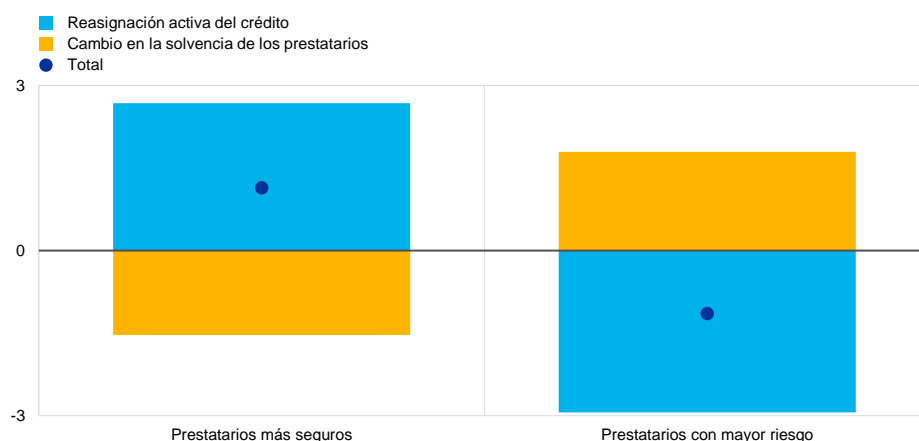
<sup>3</sup> Véanse también Kerstin af Jochnick, «[The single supervisor ten years on: experience and way forward](#)», *LBW Fixed Income Forum*, Frankfurt, 13 de marzo de 2024, y «[Euro area banking sector](#)», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2024.

menor riesgo en las carteras de préstamos a empresas (círculos azules del gráfico A) aumentó de hecho, lo que dio lugar a que la calidad general del crédito vivo se deteriorara menos de lo previsto. Este desarrollo también es coherente con la mayor aversión al riesgo señalada por las entidades en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro desde el comienzo del ciclo de endurecimiento, a lo que se une un incremento de los riesgos percibidos<sup>4</sup>. El impacto del mayor atractivo percibido en los activos más seguros y potencialmente más líquidos también se extendió a las carteras de los bancos, que reajustaron sus activos en favor de las tenencias de valores y en detrimento de los préstamos, un patrón que refleja, en gran medida, la actividad de titulización<sup>5</sup>.

### Gráfico A

Descomposición de la evolución de las carteras de préstamos a empresas de las entidades de crédito entre el cuarto trimestre de 2021 y el cuarto trimestre de 2023

(variaciones en la proporción del volumen de crédito y en las contribuciones, puntos porcentuales)



Fuentes: BCE (AnaCredit) y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra las variaciones trimestrales acumuladas en la proporción de préstamos pertenecientes a cada categoría de prestatarios entre el primer trimestre de 2022 y el cuarto trimestre de 2023. Las categorías de prestatarios reflejan la asociación entre las tasas de impago realizadas y las calificaciones otorgadas por las agencias de calificación. «Prestatarios más seguros» incluye a aquellos acreditados con una probabilidad de impago de hasta el 5 %. «Prestatarios con mayor riesgo» comprende a los acreditados con una probabilidad de impago superior al 5 %. Los cálculos se basan en los saldos vivos de los préstamos concedidos por las entidades de crédito de la zona del euro a residentes en la zona. Las definiciones son coherentes con el Reglamento BCE/2021/2 (Reglamento sobre las partidas del balance). Las barras azules representan las variaciones trimestrales acumuladas en la proporción de préstamos pertenecientes a cada categoría, calculadas aplicando las probabilidades de impago observadas en el trimestre anterior.

**La recomposición de las carteras bancarias en favor de activos más seguros podría reflejar los intentos de las entidades por contener el coste del riesgo de crédito evitando un aumento más acusado de las provisiones para insolvencias y de los indicadores más amplios del riesgo de crédito.** Tras alcanzar niveles históricos después de la crisis financiera global y de la crisis de deuda soberana, el coste del riesgo de crédito se ha mantenido contenido en los últimos años (zona verde del gráfico B)<sup>6</sup>. Como consecuencia de las mayores presiones supervisoras, las entidades de crédito han realizado costosos esfuerzos para sanear sus balances, y sus prácticas de gestión de riesgos han sido objeto de

<sup>4</sup> Véase «[The euro area bank lending survey – first quarter of 2024](#)», BCE, abril de 2024.

<sup>5</sup> La recomposición de los activos bancarios hacia los valores desde finales de 2021 no se asoció a cambios en el perfil de riesgo global de las carteras crediticias.

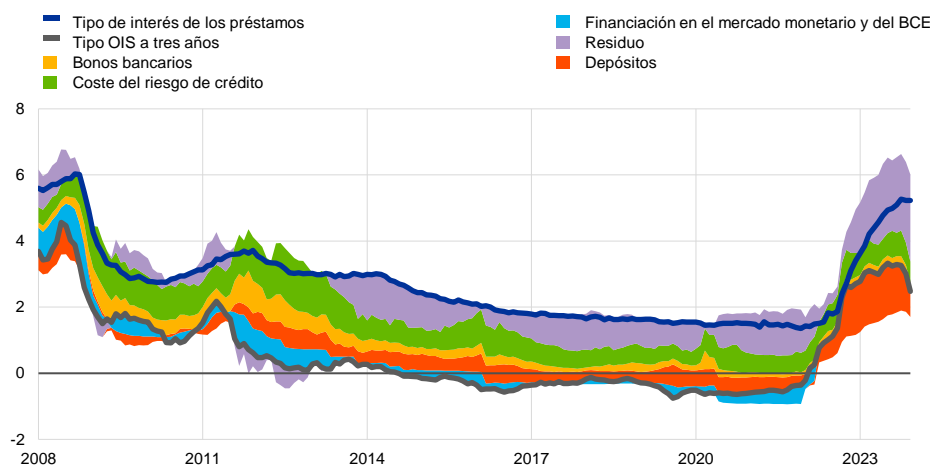
<sup>6</sup> En este contexto, el coste del riesgo de crédito es la suma de los requerimientos de capital y de las pérdidas (crediticias) esperadas.

control continuo. Los costes asociados al riesgo de crédito, en combinación con otras ineficiencias operativas, contribuyeron a los bajos niveles de rentabilidad, al elevado coste del capital y a la ausencia de distribuciones de capital en los años anteriores al ciclo de endurecimiento reciente, y especialmente durante las pasadas crisis. Por tanto, la intensa aversión al riesgo estaría en consonancia con los esfuerzos de las entidades para contener el coste del riesgo de crédito con el fin de lograr niveles de rentabilidad que les permitan seguir remunerando capital a sus inversores<sup>7</sup>. Actualmente, gracias a esta adaptación de las estrategias bancarias, las provisiones para insolvencias y los indicadores más amplios del riesgo de crédito permanecen contenidos, pese al renovado control por parte de los supervisores y los mercados. Por el mismo motivo, las provisiones para insolvencias y los indicadores del riesgo de crédito de los balances bancarios han perdido en parte su capacidad para reflejar plenamente el nivel al que el endurecimiento de la política monetaria ha estado afectando a las empresas y a los hogares. Esto sugiere que es necesaria una visión más holística de la transmisión de la política monetaria a la economía real. También es probable que se refleje el hecho de que los balances de las empresas y los hogares se encontraban en una situación favorable al principio del ciclo de endurecimiento, lo que, unido a una rentabilidad y un empleo fuertes, puede haber evitado un mayor deterioro de la solvencia.

### Gráfico B

#### Tipo de interés de los préstamos a las sociedades no financieras y sus componentes

(porcentajes)



Fuentes: BCE (partidas del balance; estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM), Bloomberg, Moody's y cálculos del BCE.

Notas: En este gráfico, el tipo de interés efectivo de los préstamos a las sociedades no financieras (línea azul) se descompone en las contribuciones de distintos componentes del coste para los bancos. El residuo entre el tipo efectivo de los préstamos y los distintos componentes del coste identifica una medida del margen de intermediación. Los costes de los depósitos, de los bonos bancarios y de la financiación en el mercado monetario y del BCE se expresan como diferenciales frente al tipo de referencia, es decir, el tipo OIS (Overnight Index Swap) a tres años (línea negra), ponderados por su importancia respectiva en el mix de financiación de las entidades de crédito. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2023.

**La evidencia empírica sugiere que las entidades se han hecho más prudentes a la hora de asignar el crédito debido a consideraciones regulatorias y supervisoras (panel a del gráfico C).** El mayor control supervisor obliga a las entidades a adoptar una postura de mayor aversión al riesgo en su actividad

<sup>7</sup> Véase el recuadro titulado «La remuneración del capital de las entidades de crédito e implicaciones para la política monetaria», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2023.

crediticia<sup>8</sup>. A medida que aumenta la presión regulatoria, crece la motivación de los bancos para cumplir las normas de adecuación del capital y mitigar su exposición a los activos con riesgo. En consecuencia, las entidades reasignan estratégicamente el crédito para dirigirlo a los prestatarios más seguros y a los activos con menor riesgo con el fin de adaptarse a los requerimientos regulatorios y las presiones supervisoras, y de evitar aumentos no deseados de las coberturas para insolvencias necesarias *ex post*. El papel que desempeñan las presiones regulatorias y supervisoras se captura a través de las respuestas de las entidades a la pregunta formulada en la encuesta sobre préstamos bancarios sobre el impacto de las medidas supervisoras y regulatorias en los criterios de aprobación del crédito en los doce meses anteriores. El análisis empírico sugiere que las entidades de crédito que señalaron que dichas medidas habían contribuido a endurecer los criterios de concesión recortaron significativamente el crédito a los prestatarios con mayor riesgo en comparación con el concedido a los prestatarios más seguros en el período considerado<sup>9</sup>. En concreto, las entidades que endurecieron los criterios de aprobación debido a las presiones regulatorias y supervisoras en la misma medida que la entidad media entre 2021 y 2023 (porcentaje neto acumulado del 20 %) redujeron los préstamos a los prestatarios con mayor riesgo en 3 puntos porcentuales, comparado con un descenso total del 9,8 % en el volumen de préstamos para la muestra de prestatarios con mayor riesgo en el período considerado. Este resultado respalda la hipótesis de que, como consecuencia del control continuo de las autoridades prudenciales, las entidades podrían haber actuado con prudencia a la hora de asignar crédito a los prestatarios con malas perspectivas de reembolso, aunque, en el caso de estos, también podrían haber influido significativamente otros factores.

<sup>8</sup> C. Altavilla, M. Boucinha, J. L. Peydró y F. Smets, «[Banking supervision, monetary policy and risk taking: big data evidence from 15 credit registers](#)», *Working Paper Series*, n.º 2349, BCE, enero de 2020.

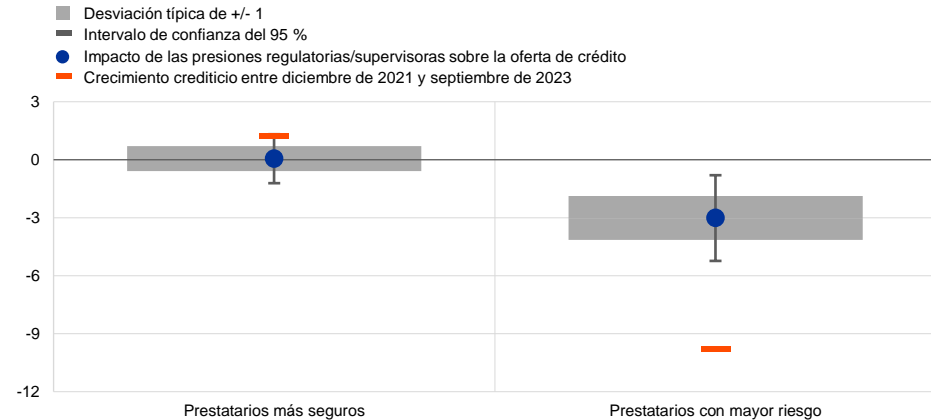
<sup>9</sup> Para analizar explicaciones alternativas que podrían estar respaldando el comportamiento de los bancos relativo al riesgo de crédito, los autores del recuadro construyeron una base de datos entidad-empresa asociando AnaCredit con las respuestas individuales de las entidades a la encuesta sobre préstamos bancarios, y con las posiciones de balance extraídas de las estadísticas sobre las partidas del balance individuales. Para ello, se centraron en la variación del volumen de préstamos a nivel de entidad-empresa entre diciembre de 2021 (antes del ciclo de endurecimiento) y septiembre de 2023. Con el fin de caracterizar a los factores que han afectado al cambio en la asignación relativa del crédito a prestatarios más seguros o con mayor riesgo *ex ante* en ese período, se aplicó un método empírico estándar que permitió incluir a las empresas que operan con una sola entidad a la hora de identificar perturbaciones en la oferta de crédito bancario asumiendo que las perturbaciones afectan de forma similar a las empresas que comparten el mismo sector, ubicación y clasificación de tamaño (véase H. Degryse, O. De Jonghe, S. Jakovljević, K. Mulier y G. Schepens, «Identifying credit supply shocks with bank-firm data: Methods and applications», *Journal of Financial Intermediation*, vol. 40, octubre de 2019). Posteriormente se especifica un modelo de regresión de sección cruzada, en el que se incluyen controles de entidad y de empresa, como el tamaño de la entidad o la edad de la empresa, así como efectos fijos de sector-ubicación-tamaño, según se ha indicado.

Gráfico C

Evidencia empírica sobre los factores que determinan la asignación de la oferta de crédito

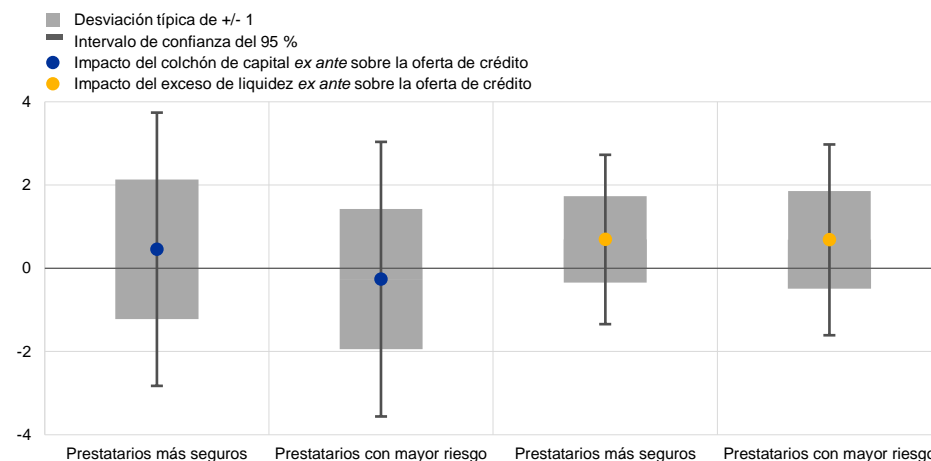
a) Impacto de las presiones regulatorias/supervisoras

(puntos porcentuales, volúmenes de crédito *ex ante*)



b) Impacto de los colchones de capital y del exceso de liquidez *ex ante*

(puntos porcentuales, volúmenes de crédito *ex ante*)



Fuentes: BCE (partidas del balance individuales, AnaCredit), encuesta sobre préstamos bancarios, información comunicada con fines supervisoras al BCE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico presenta los coeficientes obtenidos de la regresión:  $Crecimiento_{crediticio_{b,f}} = Mayor_{riesgo_f} + \beta^1 Más_{seguros_f} \times X_b + \beta^2 Mayor_{riesgo_f} \times X_b + Y_b + Z_f + \gamma_{ILS} + \epsilon_{b,f}$ , donde  $Crecimiento_{crediticio_{b,f}}$  es la variación (logarítmica) en el volumen de crédito a nivel entidad-empresa entre diciembre de 2021 y septiembre de 2023.  $Más_{seguros_f}$  y  $Mayor_{riesgo_f}$  son variables ficticias (*dummy*) complementarias igual a 1 si la probabilidad de impago *ex ante* del prestatario es superior (inferior) al 5 %, respectivamente.  $X_b$  es una variable igual a 1 si las medidas supervisoras o regulatorias en los doce meses anteriores contribuyeron al endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos (panel a) o la ratio de colchón de capital o exceso de liquidez *ex ante* sobre sobre activos (panel b). La regresión incluye controles de entidad y de empresa ( $Y_b$  y  $Z_f$ ), como el tamaño de la entidad y la edad de la empresa, así como efectos fijos de sector-ubicación-tamaño ( $\gamma_{ILS}$ ). Los errores estándar están clusterizados por entidad. Los coeficientes están escalados por el endurecimiento neto acumulado de los criterios de concesión a causa de las presiones regulatorias o supervisoras en el período 2021-2023 promediado entre los préstamos a pequeñas y medianas empresas y a grandes empresas, según lo indicado en la encuesta sobre préstamos bancarios.

**Sin embargo, parece que la fortaleza y la capacidad de absorción de los balances bancarios antes del ciclo de endurecimiento no han afectado significativamente a la asignación cualitativa del crédito (panel b del gráfico C). Unos colchones de capital y de liquidez holgados inciden en el modo de transmisión de la política monetaria y pueden interactuar con la gestión del riesgo de**

crédito de las entidades<sup>10</sup>. Al comienzo del reciente ciclo de endurecimiento, las entidades tenían elevados niveles de liquidez y sus colchones de capital se situaban muy por encima de los requerimientos regulatorios. Estas posiciones fueron la consecuencia de años de estricto control regulatorio y supervisor, que aumentó la capacidad de resistencia del sistema bancario de la zona del euro a perturbaciones tales como las turbulencias bancarias de marzo de 2023. Sin embargo, parece que los niveles *ex ante* de los colchones de capital y de las ratios de exceso de liquidez no son significativos a la hora de explicar los cambios en la asignación del crédito en favor de los prestatarios más seguros y con mayor riesgo durante el ciclo de endurecimiento, mientras que las presiones regulatorias y supervisoras sí parece que influyen de manera considerable, como se ha indicado anteriormente.

---

<sup>10</sup> En particular, sería esperable que la reasignación del crédito de los prestatarios con mayor riesgo a los prestatarios más seguros sea menos prevalente entre entidades con niveles más elevados de capital y de exceso de liquidez, de acuerdo con L. Gambacorta y H. S. Shin, «Why bank capital matters for monetary policy», *Journal of Financial Intermediation*, vol. 35, julio de 2018, pp. 17-29.