

INFORME ANUAL 2022

ÁNGEL GAVILÁN

Director general de Economía y Estadística

Banco de España

Madrid, 10 de mayo de 2023



Capítulo 1

La resistencia de la economía española en un contexto adverso e incierto

Capítulo 2

Retos y oportunidades para crecer y converger con la UEM de manera robusta y sostenible

Capítulo 3

El episodio actual de tensiones inflacionistas en el área del euro, la respuesta de la política monetaria y sus efectos

Capítulo 4

España y la UE frente a la crisis energética: ajuste en el corto plazo y retos pendientes

ÍNDICE DE ESTA PRESENTACIÓN

1. Coyuntura económica actual

- Evolución de la actividad
- Dinámicas de la inflación
- Perspectivas para los próximos trimestres

2. Retos estructurales de la economía española

- Falta de convergencia en renta per cápita con la UEM
- Principales desequilibrios

Índice [Capítulo 1](#)

Índice [Capítulo 2](#)

Índice [Capítulo 3](#)

ÍNDICE DE ESTA PRESENTACIÓN

1. Coyuntura económica actual

- **Evolución de la actividad**
- Dinámicas de la inflación
- Perspectivas para los próximos trimestres

2. Retos estructurales de la economía española

- Falta de convergencia en renta per cápita con la UEM
- Principales desequilibrios

A PESAR DE UN ENTORNO ADVERSO E INCIERTO, EN LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES, EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ESPAÑA –Y A NIVEL GLOBAL– HA SIDO MÁS RESISTENTE DE LO ESPERADO

Principales factores que han actuado como soporte de la actividad

Corrección parcial de algunas de las perturbaciones de oferta negativas previas (p.e., precios de la energía y cuellos de botella en las cadenas globales de producción y suministros)

Reapertura de la economía tras la pandemia (especialmente durante el primer semestre de 2022, pero también con algunos efectos relativamente duraderos)

Medidas de apoyo desplegadas por las autoridades ante la crisis energética y el repunte de los precios

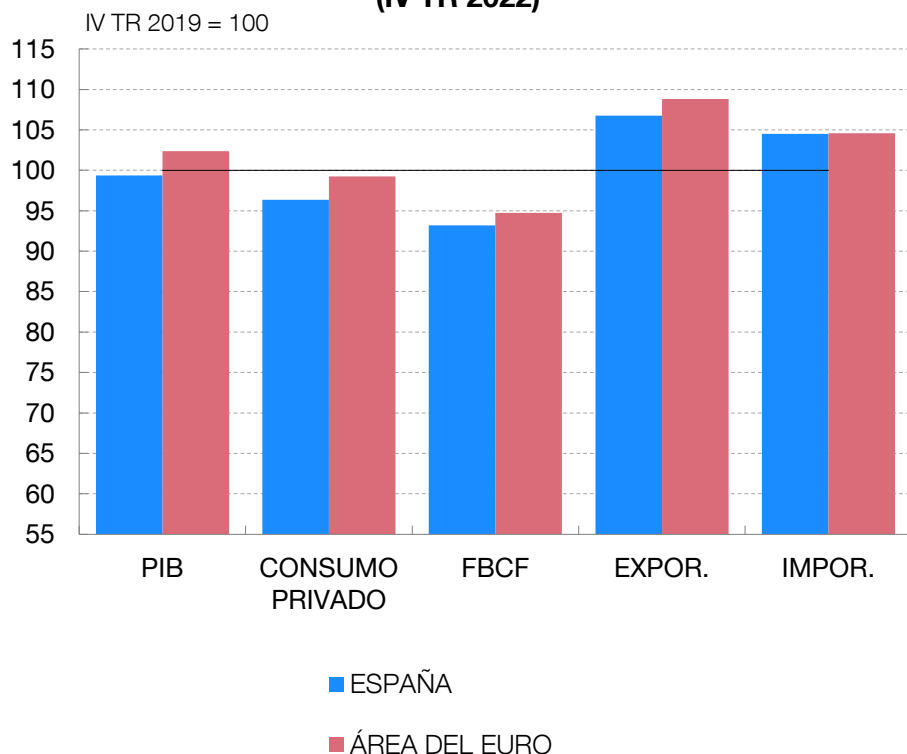
Elevado dinamismo del mercado de trabajo –apoyado en la moderación salarial– y con una caída en la tasa de temporalidad

Buen comportamiento del sector exterior (gracias a la intensa recuperación del turismo internacional y al crecimiento de las exportaciones de servicios no turísticos)

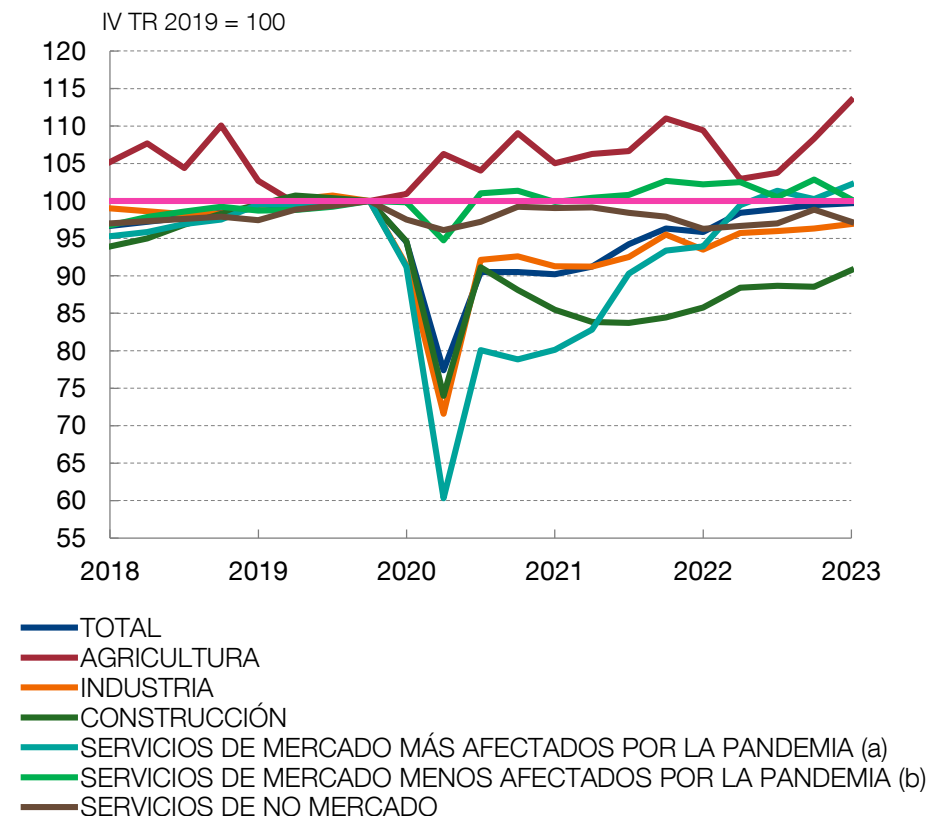
EN 1T23, EL PIB ESPAÑOL AVANZÓ UN 0,5% –POR ENCIMA DE LO PREVISTO Y MÁS QUE EN LA UEM– Y PRÁCTICAMENTE HA RECUPERADO SU NIVEL PRE-PANDEMIA, SI BIEN CON MUCHA HETEROGENEIDAD

- El **consumo privado** y, especialmente, la **inversión** (sobre todo, residencial) todavía permanecen por debajo de sus niveles pre-pandemia
- Por ramas, la agricultura y los servicios ya han recuperado la actividad previa al Covid-19, al contrario que la industria y la construcción

EVOLUCIÓN DEL PIB Y COMPONENTES DE DEMANDA (IV TR 2022)



EVOLUCIÓN DEL VAB, POR RAMAS DE ACTIVIDAD



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

(a) Comercio, transporte y hostelería, actividades profesionales, científicas y administrativas y actividades artísticas y recreativas.

(b) Información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros y actividades inmobiliarias

ÍNDICE DE ESTA PRESENTACIÓN

1. Coyuntura económica actual

- Evolución de la actividad
- **Dinámicas de la inflación**
- Perspectivas para los próximos trimestres

2. Retos estructurales de la economía española

- Falta de convergencia en renta per cápita con la UEM
- Principales desequilibrios

AUNQUE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS SE HAN MODERADO RECIENTEMENTE, ESTAS SEGUIRÁN SIENDO MUY ELEVADAS EN LOS PRÓXIMOS TRIMESTRES

La naturaleza
cambiante de las
presiones
inflacionistas

De la energía, a los alimentos y a los componentes más estables de la cesta de bienes y servicios de consumo

De las presiones inflacionistas externas, a las presiones inflacionistas internas

Se observan algunas señales de moderación de las alzas de precios en los estadios iniciales de los procesos productivos

En todo caso, el actual episodio inflacionista está teniendo un impacto negativo muy significativo sobre la renta nacional

ÍNDICE DE ESTA PRESENTACIÓN

1. Coyuntura económica actual

- Evolución de la actividad
- Dinámicas de la inflación
- **Perspectivas para los próximos trimestres**

2. Retos estructurales de la economía española

- Falta de convergencia en renta per cápita con la UEM
- Principales desequilibrios

SE ESPERA UNA ACELERACIÓN GRADUAL DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN LOS PRÓXIMOS TRIMESTRES Y UNA REDUCCIÓN PAULATINA DE LA INFLACIÓN, AÚN EN UN CONTEXTO MUY INCIERTO

Principales fuentes de incertidumbre

Evolución de la demanda interna, en un contexto de debilidad del consumo privado y de la inversión

Transmisión del endurecimiento de la política monetaria a las condiciones financieras y al conjunto de la economía

Efectos de segunda vuelta sobre la inflación
(y posibles asimetrías en la transmisión a los precios de consumo de los aumentos/descensos en el coste de los insumos)

Despliegue e impacto del programa NGEU

Aspectos globales

- Patrón de la recuperación económica en China
- Evolución de la guerra en Ucrania
- Aparición de posibles episodios disruptivos en los mercados internacionales de capital, ...

EL ESTUDIO DE LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ES ESPECIALMENTE RELEVANTE EN LA COYUNTURA ACTUAL, PUES ESTA PODRÍA NO OPERAR DE LA MISMA FORMA QUE EN EL PASADO

Desde finales de 2021, el BCE ha venido adaptando el tono de su política monetaria ante las elevadas y persistentes presiones inflacionistas

El impacto que las medidas adoptadas por el BCE han tenido, y van a tener a futuro, discurre a través de diferentes etapas y canales

Canal bancario

Traslación a los tipos de interés de los nuevos créditos y depósitos

Traslación a los criterios de aprobación de préstamos y a los flujos netos de financiación

Heterogeneidad de la traslación por países: características de los bancos y de los sistemas bancarios nacionales

Canal renta

Posiblemente más débil en el corto plazo que en otros episodios previos ...

... si bien ya estaría impactando de manera apreciable y muy heterogénea por países ...

... y entre distintos tipos de hogares y empresas españolas

Efectos sobre la actividad económica agregada y la inflación en un escenario hipotético

ÍNDICE DE ESTA PRESENTACIÓN

1. Coyuntura económica actual

- Evolución de la actividad
- Dinámicas de la inflación
- Perspectivas para los próximos trimestres

2. Retos estructurales de la economía española

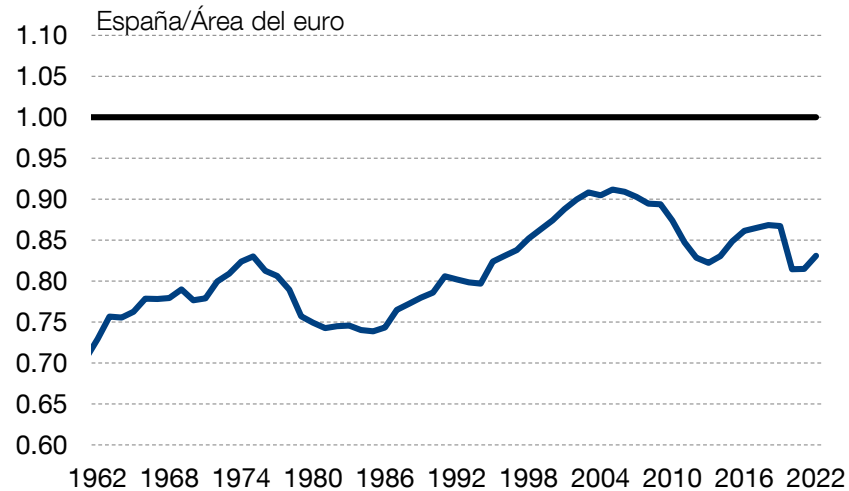
- **Falta de convergencia en renta per cápita con la UEM**
- Principales desequilibrios

EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS, EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA NO HA SIDO SUFICIENTE PARA LOGRAR LA CONVERGENCIA CON EL NIVEL DE RENTA PER CÁPITA DEL ÁREA DEL EURO

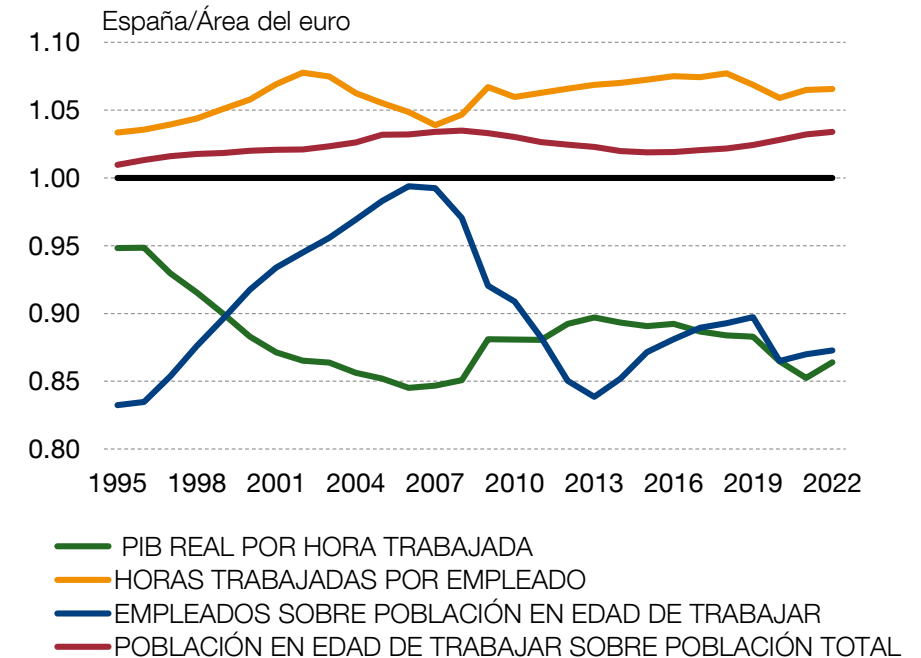
Esta falta de convergencia ha venido determinada, fundamentalmente, por la persistencia en el tiempo de dos deficiencias bien conocidas de la economía española: una **baja productividad** y una **tasa de empleo reducida**

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

PIB PER CÁPITA (a)



COMPONENTES DEL PIB PER CÁPITA



Fuente: Eurostat.

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

CORREGIR ESTAS DEFICIENCIAS EXIGIRÁ CAMBIOS MUY SIGNIFICATIVOS EN MUCHOS ASPECTOS ESTRUCTURALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

- Para ello, las **políticas públicas** han de desempeñar un papel fundamental y, en particular,
 - el uso adecuado de los **fondos asociados al programa europeo NextGenerationEU (NGEU)**, y
 - el diseño e implementación rigurosa y ambiciosa de las **reformas incluidas en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR)**
- El éxito de dichas políticas depende, entre otros factores, de que sus objetivos –que han de ser claros y cuantificables– se definan de forma cuidadosa ex ante
- También depende, asimismo, de una **evaluación ex post de estas actuaciones** –con rigor y transparencia– para determinar en qué medida permiten alcanzar los objetivos propuestos eficientemente

Esquema 2.1

PRINCIPALES ACTUACIONES DESARROLLADAS Y PROGRAMADAS EN EL PLAN DE RECUPERACIÓN, TRANSFORMACIÓN Y RESILIENCIA (PRTR) ESPAÑOL (a)



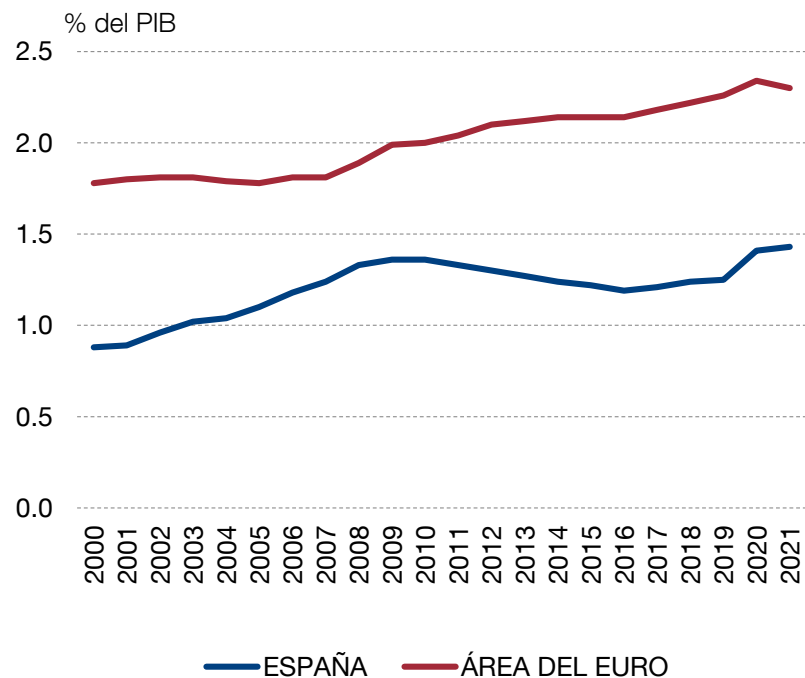
FUENTE: Banco de España, con información de *Recovery and resilience facility operational arrangements between the European Commission and Spain*.

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

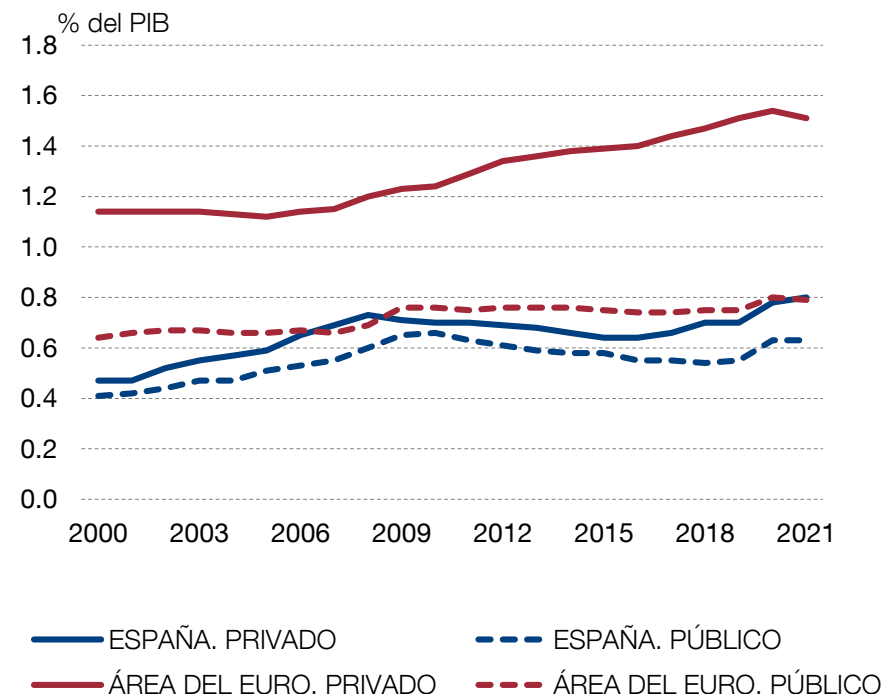
UN ASPECTO QUE CONTRIBUYE A EXPLICAR EL ESCASO DINAMISMO RELATIVO DE LA PRODUCTIVIDAD EN ESPAÑA ES EL PESO REDUCIDO DE LA INNOVACIÓN EN NUESTRO PAÍS

- Con carácter general, las dinámicas de la innovación y de la productividad son el reflejo de **múltiples factores que interactúan entre sí**. Entre estos factores, destacan, por ejemplo,
 - el **nivel de capital físico y de capital humano**
 - el **marco regulatorio e institucional**, determinante de primer orden de la estructura sectorial en la economía, del tamaño de las empresas, de la facilidad con la que se (re-) asignan los recursos productivos, y de la capacidad para financiar proyectos de inversión
 - las **políticas públicas destinadas al impulso, coordinación y financiación de las actividades relacionadas con la innovación**

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



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



Fuente: Eurostat.

EXISTE UN AMPLIO MARGEN DE MEJORA PARA IMPULSAR LA INNOVACIÓN –Y, CON ELLO, LA PRODUCTIVIDAD– EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Fomento del **crecimiento empresarial** y de los **mecanismos de reasignación** de los factores productivos entre empresas y sectores



Por ejemplo, revisar los **umbrales regulatorios** que desincentivan el crecimiento empresarial, reducir el **plazo de pago de las AAPP**, garantizar la **unidad de mercado**, fomentar la **competencia** y seguir ampliando las **fuentes de financiación disponibles** para las empresas

Impulso de las **actividades de innovación** propiamente dichas



Por ejemplo, reforzar el papel de la **inversión pública directa**, los **incentivos fiscales** a las empresas innovadoras, las **transferencias directas a la investigación básica**, la **gobernanza** del sistema innovador, y la **financiación** de las empresas innovadoras de nueva creación

Incremento del **capital humano**



Los países europeos que presentan un mayor nivel de capital humano –de acuerdo con la puntuación PIAAC en competencias matemáticas– tienen, en media, **1 pp más de inversión en I+D+i** y **10 pp más de tasa de empleo** que España (lo que equivaldría a más de 2 millones de puestos de trabajo)

Refuerzo del papel vertebrador de las **instituciones** y de las **administraciones públicas**

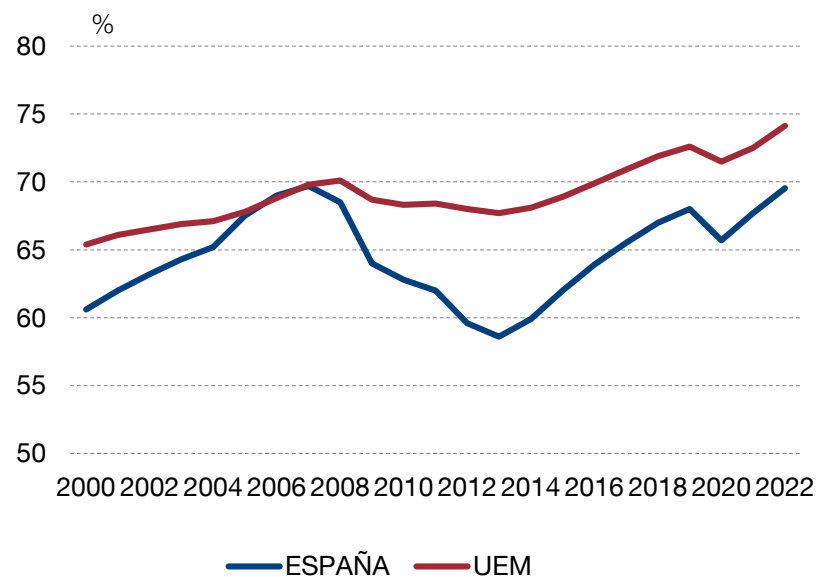


Por ejemplo, con la **modernización y digitalización** de las AAPP, la **mejora de la eficiencia del gasto público**, y el refuerzo del **marco de evaluación de políticas públicas**

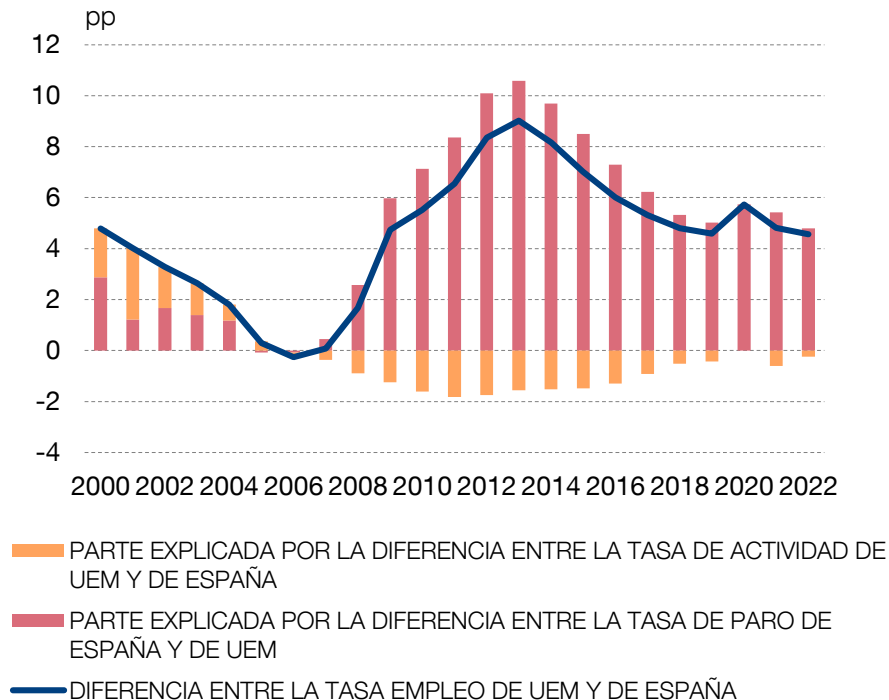
UNA TASA DE EMPLEO persistentemente BAJA ES EL OTRO GRAN FACTOR QUE EXPLICA LA FALTA DE CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA AL NIVEL DE RENTA PER CÁPITA DE LA UEM

- La menor tasa de empleo en España, en comparación con la UEM, se observa **en todos los grupos poblacionales** y refleja la **mayor incidencia relativa del paro** en nuestro país
- Para evaluar de forma rigurosa la capacidad de la **reforma laboral aprobada en 2021** para corregir las deficiencias que se han observado persistentemente en el mercado de trabajo español, será necesario tomar en consideración su impacto en **múltiples dimensiones**, disponer de una **perspectiva temporal amplia** y analizar la información con la **mayor granularidad posible**

TASA DE EMPLEO ESPAÑA Y UEM. 20-64 AÑOS



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



Fuente: Eurostat (Labor Force Survey).

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

LAS ELEVADAS TASAS DE PARO QUE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA HA MOSTRADO A LO LARGO DE LAS ÚLTIMAS DÉCADAS PRESENTAN UN ELEVADO COMPONENTE ESTRUCTURAL

A pesar de la vigorosa recuperación de la actividad en 2021 y 2022, y de que se vislumbren algunos signos de sobrecalentamiento en nuestro mercado de trabajo, **la tasa de paro en España todavía se mantiene en el entorno del 13%** (en el entorno del 7% en la UEM)

Resulta indispensable revisar el papel de las políticas activas y pasivas de empleo. En particular, hacer compatible la protección de los colectivos más vulnerables con unos incentivos adecuados a la oferta de trabajo exige una mayor coordinación de las políticas activas y pasivas del mercado de trabajo



Recuadro. “Las prestaciones contributivas por desempleo: un análisis granular a partir de la Muestra Continua de Vidas Laborales”

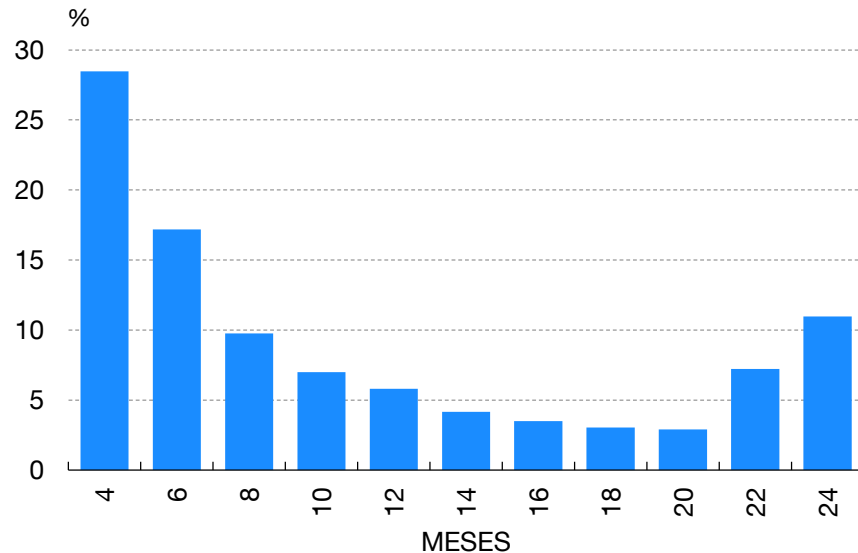
En primer lugar, **realiza un ejercicio diagnóstico** que permite caracterizar el funcionamiento de las prestaciones contributivas por desempleo en nuestro país durante las últimas décadas. Este ejercicio diagnóstico es un **paso previo indispensable en cualquier proceso de revisión de las políticas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

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

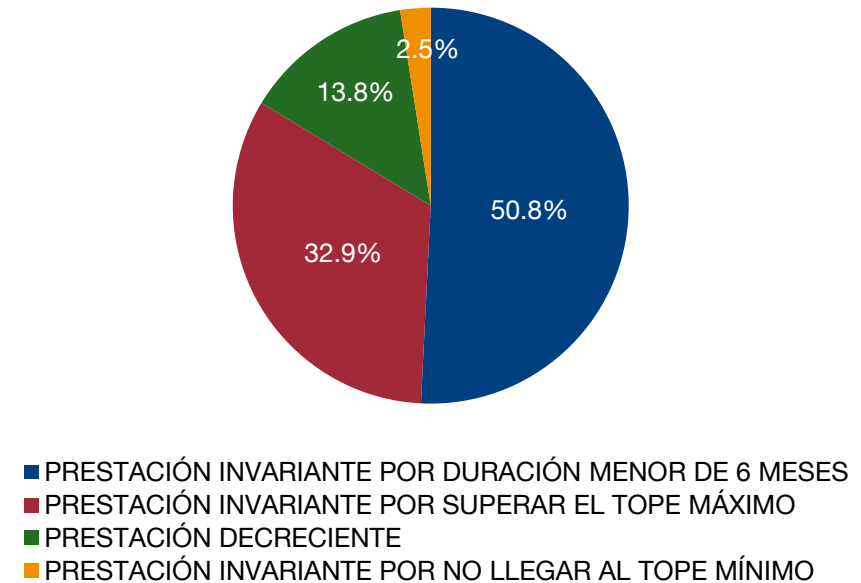
RECUADRO. “LAS PRESTACIONES CONTRIBUTIVAS POR DESEMPLEO: UN ANÁLISIS GRANULAR A PARTIR DE LA MUESTRA CONTINUA DE VIDAS LABORALES” (1/2)

- Aproximadamente la mitad de las prestaciones otorgadas entre 1987 y 2019 tenía una **duración potencial máxima** de 4 o 6 meses. En el lado opuesto, un 18% de las nuevas prestaciones presentaba una duración potencial de 22 o 24 meses
- En el total de la muestra, aproximadamente la mitad de las prestaciones de 4 meses **se agotaron antes de que su beneficiario hubiese retornado al empleo**. Incluso en las duraciones más largas, un 18% de los beneficiarios agotó su prestación
- La mayor parte de las prestaciones –más del 86% del total– tuvieron, durante el período analizado, una **cuantía mensual** constante en el tiempo

DURACIÓN INICIAL DE LAS PRESTACIONES CONTRIBUTIVAS INICIADAS ENTRE 1987 Y 2019



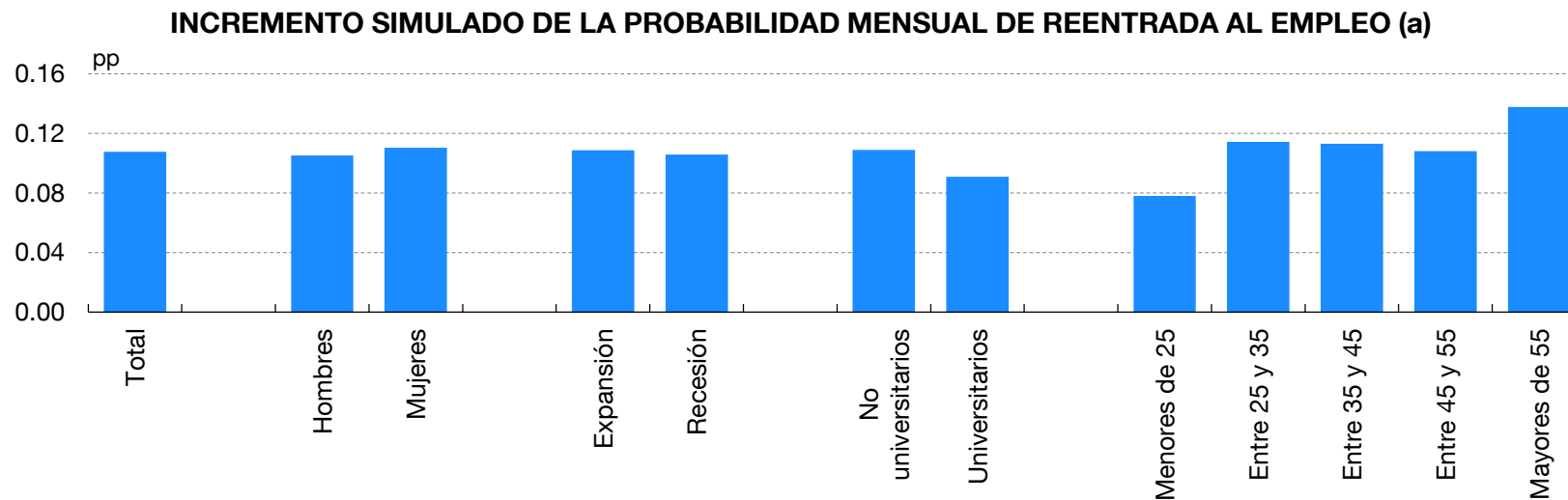
DISTRIBUCIÓN DE LAS PRESTACIONES CONTRIBUTIVAS INICIADAS ENTRE JULIO DE 2012 Y 2019



Fuente: Banco de España, elaboración propia a partir de los datos de la Muestra Continua de Vidas Laborales.

RECUADRO. “LAS PRESTACIONES CONTRIBUTIVAS POR DESEMPLEO: UN ANÁLISIS GRANULAR A PARTIR DE LA MUESTRA CONTINUA DE VIDAS LABORALES” (2/2)

- Un **micro-simulador desarrollado por el Banco de España** permite explorar los efectos, entre otras, de una **configuración hipotética del sistema de prestaciones** en la que este mantiene su nivel actual de protección agregada ex ante a través de un aumento en la cuantía mensual de las prestaciones y de una reducción en la duración potencial de las mismas
- Los resultados de este ejercicio analítico, que están en línea con otros que se han documentado en la literatura académica, apuntan a que **podría existir un cierto margen de mejora en el diseño de las prestaciones por desempleo**
- La granularidad del ejercicio que se ha llevado a cabo también **permite identificar qué colectivos se verían potencialmente más afectados por los cambios simulados**, de manera que podrían articularse diferentes **medidas compensatorias para tratar de neutralizar cualquier posible efecto adverso que llegara a producirse**
- En todo caso, varios elementos recomiendan una **interpretación prudente de los resultados presentados**



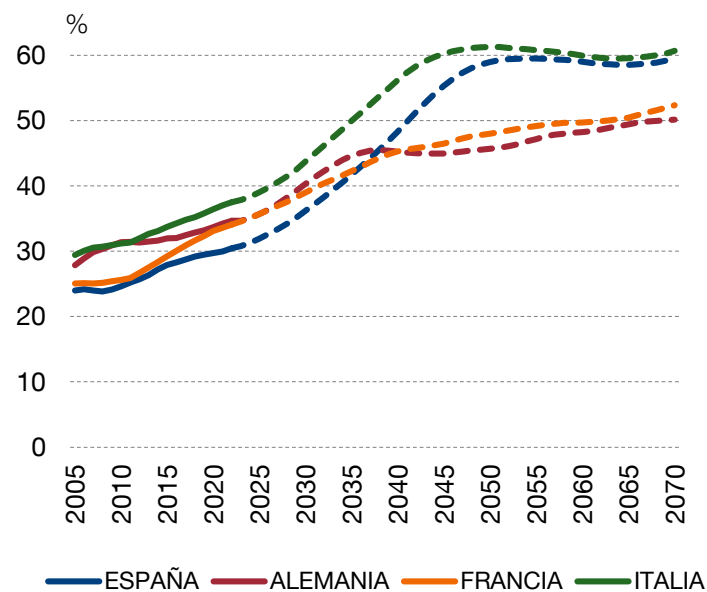
Fuente: Banco de España, elaboración propia a partir de los datos de la Muestra Continua de Vidas Laborales.

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

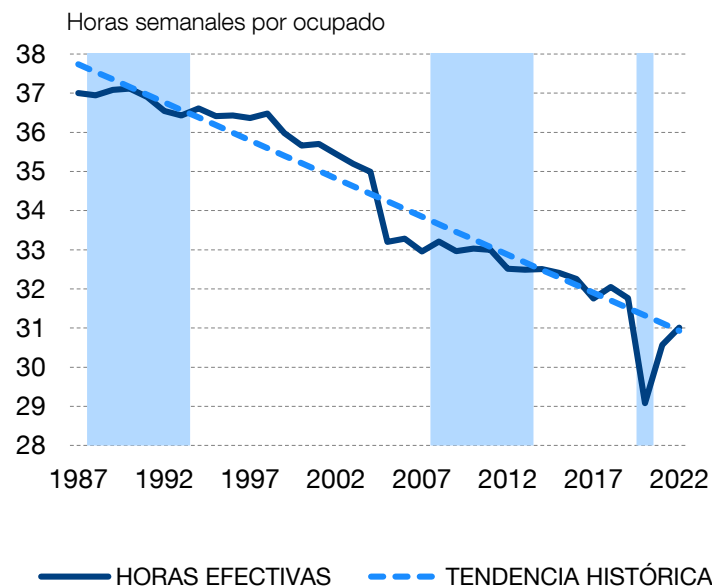
OTROS ELEMENTOS MUY RELEVANTES EN EL COMPORTAMIENTO FUTURO DE LA OFERTA LABORAL Y DE LA RENTA PER CÁPITA EN ESPAÑA, Y, POR TANTO, EN NUESTRO PROCESO DE CONVERGENCIA

- **El envejecimiento poblacional:** Todo lo demás constante, la tasa de empleo en España podría reducirse en 1,2 pp entre 2022 y 2030 como consecuencia de los cambios demográficos esperados –que serían más acusados de no ser por la expectativa de que los flujos migratorios netos hacia nuestro país serán positivos y relativamente elevados en los próximos años–
- **La evolución de las horas trabajadas por empleado:** Todo lo demás constante, los cambios previstos en la estructura demográfica implicarían que, en 2033, la jornada semanal media podría reducirse en casi tres horas
- **El estado de salud general de la población española y su evolución en el tiempo**

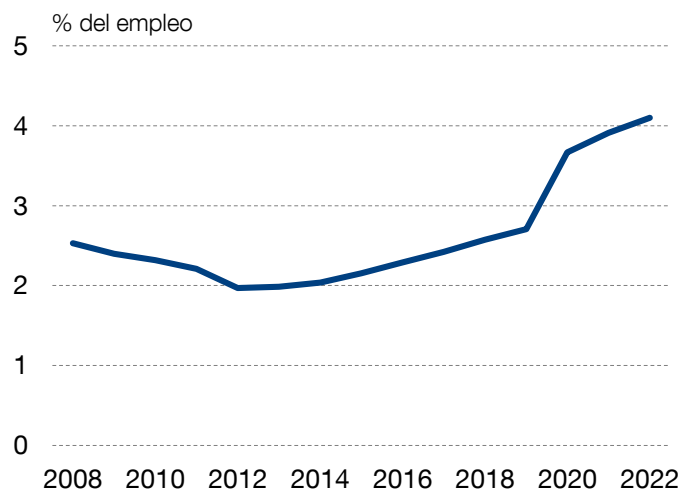
TASA DE DEPENDENCIA EN COMPARACIÓN CON OTROS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO (a)



JORNADA SEMANAL MEDIA AL AÑO POR OCUPADO



PÉRDIDA DE DÍAS DE TRABAJO POR ENFERMEDAD, ACCIDENTE O INCAPACIDAD



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España
(a) Proyecciones de EUROPOP-2023.

ÍNDICE DE ESTA PRESENTACIÓN

1. Coyuntura económica actual

- Evolución de la actividad
- Dinámicas de la inflación
- Perspectivas para los próximos trimestres

2. Retos estructurales de la economía española

- Falta de convergencia en renta per cápita con la UEM
- Principales desequilibrios

UNA SENDA DE CRECIMIENTO QUE ESTÁ ASOCIADA CON LA PERSISTENCIA O LA ACUMULACIÓN DE VULNERABILIDADES MACROECONÓMICAS, FINANCIERAS O SOCIALES NO ES SOSTENIBLE

Desde el estallido de la crisis financiera global, la economía española ha corregido algunos de los considerables desequilibrios macrofinancieros que acumuló en la fase expansiva previa y ha mostrado un patrón de crecimiento más equilibrado



Por ejemplo:

- Deuda de familias y empresas
- Desequilibrios externos
- Situación del sector financiero
- Peso de la inversión en construcción
- Sobrevaloración precios de la vivienda

En todo caso, la sostenibilidad de la senda de crecimiento de la economía española en los próximos años se enfrenta a retos estructurales de un enorme calado



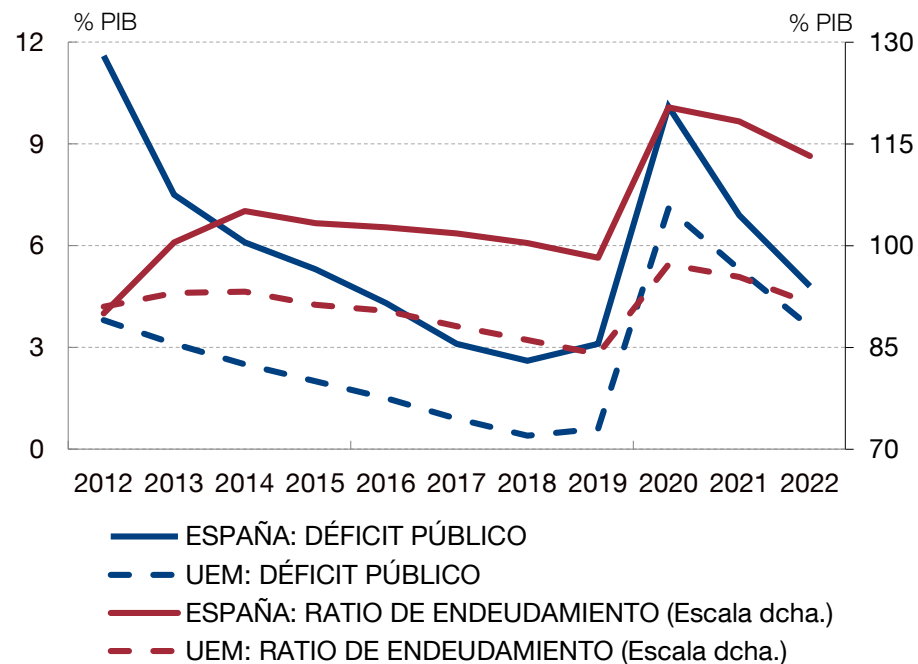
Por ejemplo:

- Cambio climático y transición ecológica
- Contexto geopolítico internacional complejo y que exhibe una creciente fragmentación
- Elevado nivel de endeudamiento público
- Vulnerabilidad social que se puede derivar de una elevada desigualdad

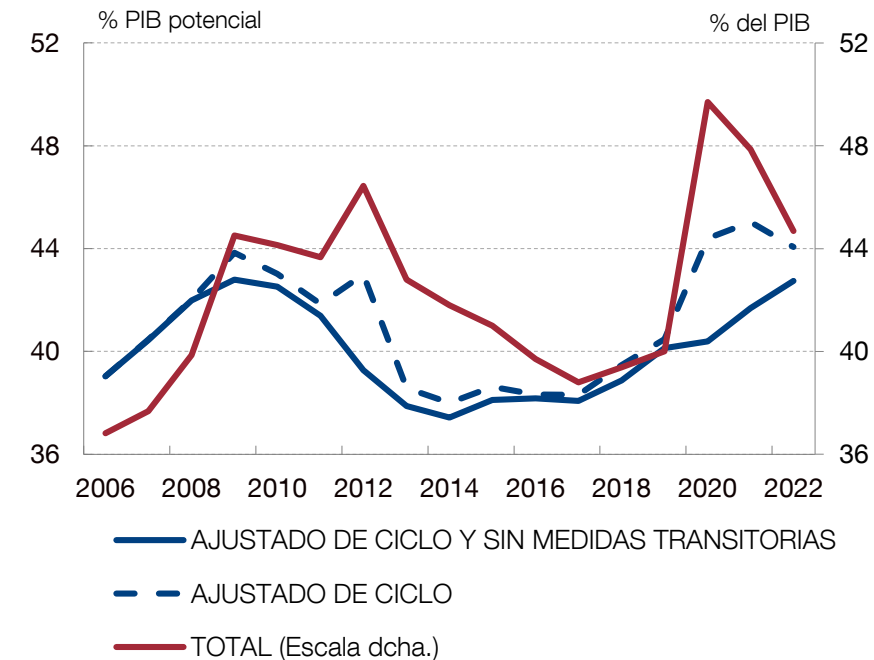
EL DÉFICIT Y LA DEUDA DE LAS AAPP SE REDUJERON EN 2022, PERO EL DESEQUILIBRIO FISCAL EN NUESTRA ECONOMÍA SIGUE SIENDO CONSIDERABLE, CON UN COMPONENTE ESTRUCTURAL ELEVADO

- En 2022, el **déficit público estructural** sería superior al estimado en 2019 (que ya se encontraba en el entorno del 3% del PIB), antes del estallido de la pandemia
- Este deterioro en el déficit estructural sería consecuencia, en gran medida, del **incremento en el gasto primario estructural** observado en últimos años. Una parte importante de dicho incremento estaría relacionado, en particular, con el **gasto en pensiones**

SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP

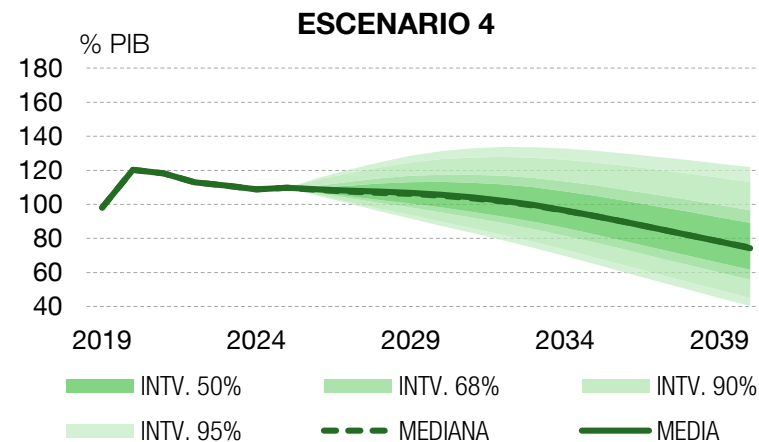
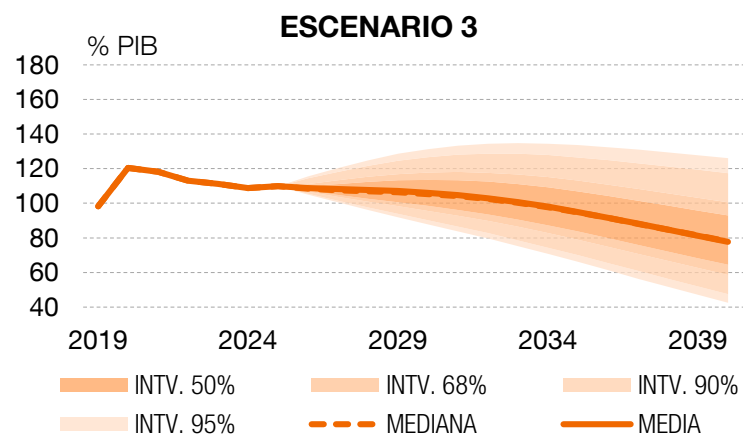
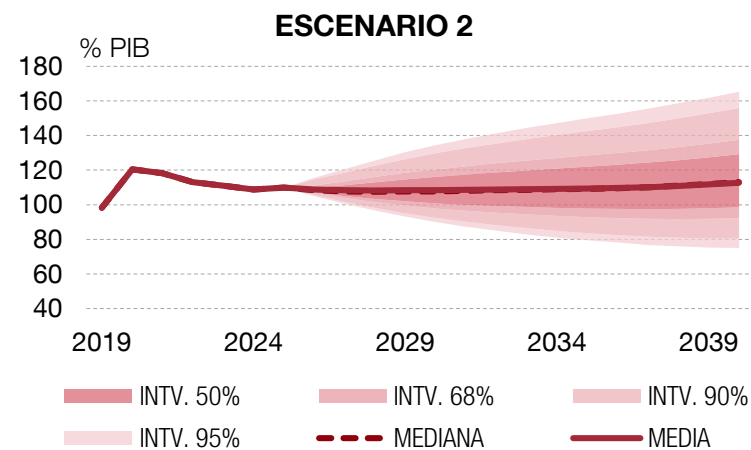
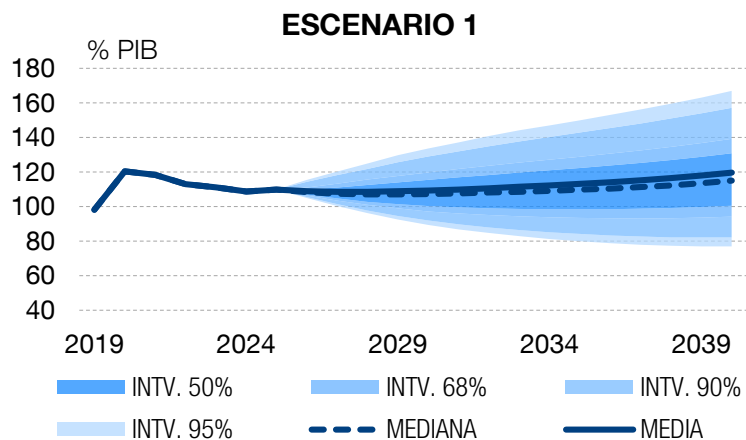


EVOLUCIÓN DEL GASTO PRIMARIO (a)



Fuente: Banco de España, a partir de datos de la Intervención General de la Administración del Estado, la Agencia Tributaria y el Instituto Nacional de Estadística.
 (a) Excluyendo NGEU.

A FUTURO, LA DEUDA PÚBLICA SEGUIRÁ EN NIVELES MUY CERCANOS O INCLUSO SUPERIORES A LOS ACTUALES SALVO QUE SE IMPLEMENTE UN PLAN DE SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO AMBICIOSO



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

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

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DEBERÍA INICIAR, YA EN 2023, UN PROCESO DE CONSOLIDACIÓN FISCAL QUE SUPONGA UNA REDUCCIÓN GRADUAL DEL DÉFICIT ESTRUCTURAL DE LAS CUENTAS PÚBLICAS

En el corto plazo, el **despliegue de los fondos europeos NGEU** podría amortiguar la posible ralentización económica que se derivaría del comienzo de este proceso de consolidación fiscal

Además, el inicio de este proceso de refuerzo paulatino de las finanzas públicas podría ser **compatible con el mantenimiento de algunas medidas de apoyo fiscal a los colectivos más vulnerables**

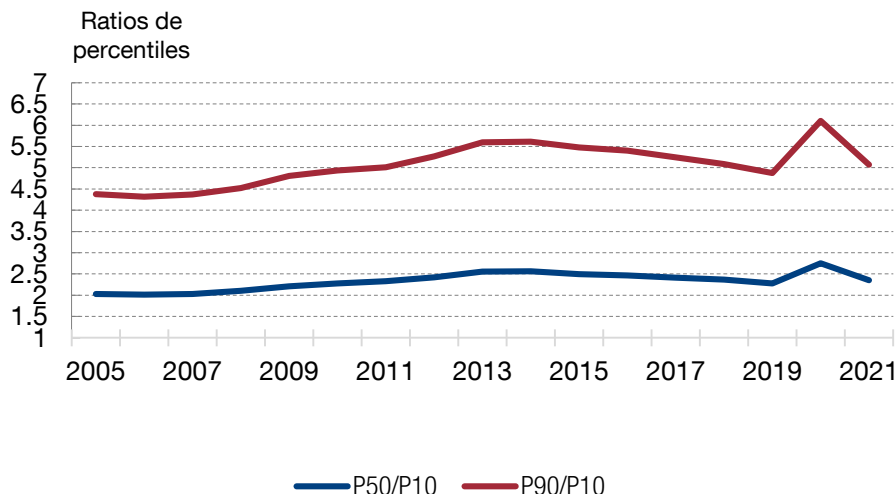
Más allá de la orientación de la política fiscal en 2023, con una perspectiva temporal más amplia, resulta necesario el **diseño y ejecución de un plan multianual de consolidación presupuestaria**

La **Actualización del Programa de Estabilidad 2023-2026** proyecta una reducción de 1,1 pp del déficit estructural entre 2022 y 2026 (desde el 3,6% del PIB hasta el 2,5%) y una mejora de 1,6 pp del saldo estructural primario. Esto, junto con la evolución cíclica anticipada por el Gobierno, situaría el déficit público en el 2,5% del PIB en 2026

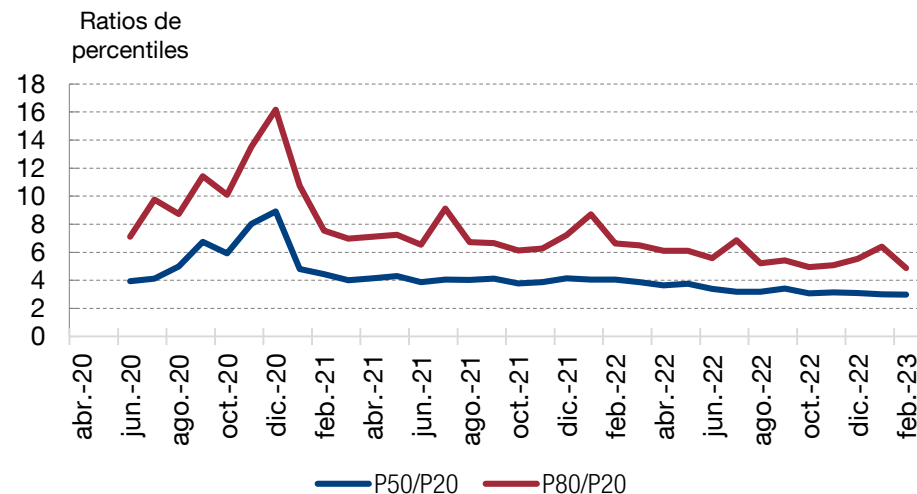
ES CRUCIAL PRESTAR ATENCIÓN, TAMBIÉN, AL IMPACTO DIFERENCIAL QUE LOS DESARROLLOS ECONÓMICOS TIENEN SOBRE DISTINTOS GRUPOS POBLACIONALES

- Distintos trabajos recientes del Banco de España han documentado la existencia de **ciertas bolsas de vulnerabilidad social, económica y financiera en los hogares españoles**, que estarían especialmente concentradas en los de menor renta
- El origen de estas vulnerabilidades es muy variado y mitigar sus efectos requiere el **despliegue de actuaciones públicas en dimensiones muy diversas**
- En términos generales, algunas de las **medidas de desigualdad más frecuentemente utilizadas** aún permanecerían en la actualidad en niveles similares a los que se registraban antes de la pandemia, que, a su vez, eran superiores a los que se observaban antes de la crisis financiera global

RATIOS DE PERCENTILES DE INGRESOS SALARIALES MCVL (a)



RATIOS DE PERCENTILES DE INGRESOS SALARIALES CAIXABANK RESEARCH (b)



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

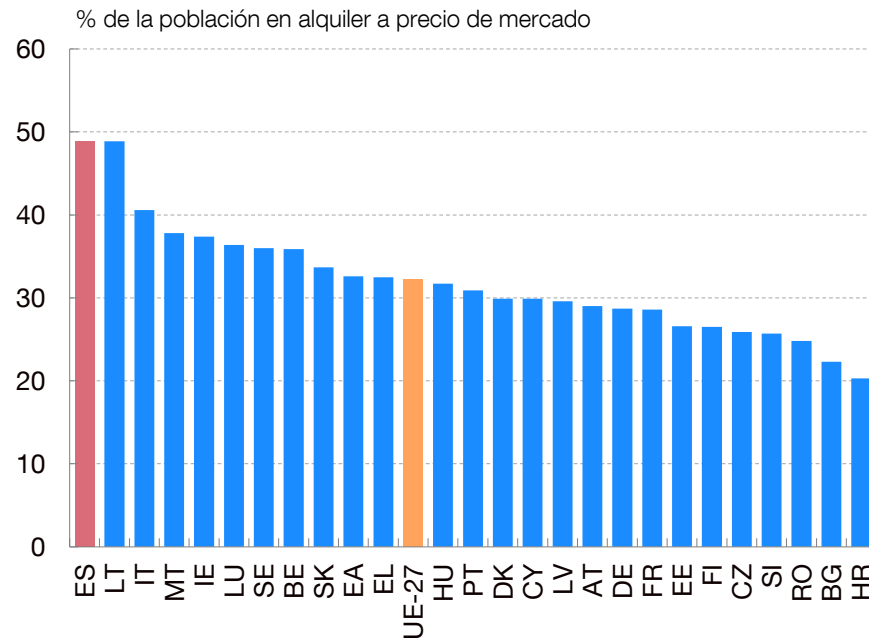
(a) Ratios entre dos percentiles de la distribución de ingresos salariales diarios incluyendo ERTes.

(b) Ratios entre dos percentiles de la distribución de ingresos después de las transferencias del sector público.

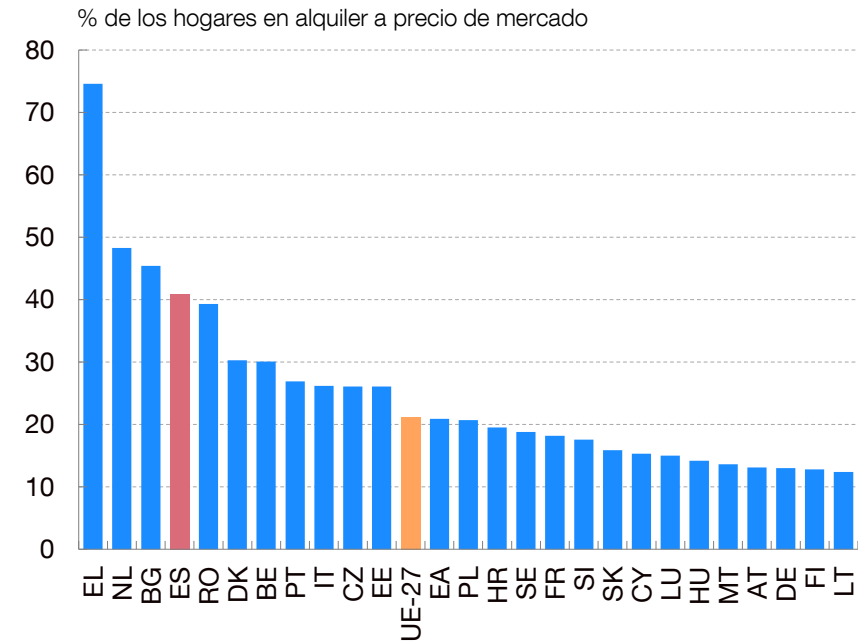
UN ÁMBITO EN EL QUE SE APRECIA UNA ESPECIAL VULNERABILIDAD ES EN EL RELATIVO A LAS CONDICIONES DE ACCESO A LA VIVIENDA, QUE SE HAN ENDURECIDO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

- La **acusada reducción en el porcentaje de hogares propietarios de vivienda** que se ha observado en España desde 2014, particularmente entre los jóvenes, habría contribuido a un aumento en la desigualdad de la riqueza en nuestro país durante los últimos años
- Por otra parte, unos **precios del alquiler elevados**, en comparación con las rentas del trabajo, aumentan la proporción de población en riesgo de exclusión social y de hogares con capacidad de gasto restringida en otros bienes y servicios

EN RIESGO DE POBREZA O DE EXCLUSIÓN SOCIAL



DEDICAN MÁS DEL 40 % DE SU RENTA DISPONIBLE A VIVIENDA

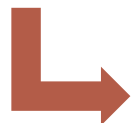


Fuente: Eurostat (EU-SILC 2021).

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

LA FUTURA LEY POR EL DERECHO A LA VIVIENDA PONE UN MAYOR ÉNFASIS EN EL NECESARIO INCREMENTO DE LA OFERTA DE VIVIENDA EN ALQUILER

No obstante, algunas de las medidas incluidas, como el control de rentas, **podría generar efectos indeseados en el medio plazo**



La literatura económica ha señalado que, si bien los controles de precios muestran capacidad para reducir los precios del alquiler en el corto plazo en las zonas reguladas, esta política podría generar efectos adversos sobre la oferta de alquiler, así como generar segmentación en el mercado inmobiliario

Por otra parte, al margen del necesario impulso de la oferta pública de alquiler, la considerable magnitud del desequilibrio actual entre la oferta y demanda **podría requerir también un apoyo decidido de la oferta privada de alquiler**



Para ello, sería conveniente evitar medidas que distorsionen de manera asimétrica las señales de precios, reforzar la seguridad jurídica efectiva de los propietarios de vivienda en régimen de alquiler y reducir la incertidumbre regulatoria en este mercado

Una vez aprobada, será fundamental **evaluar con rigor la capacidad de esta nueva norma para alcanzar de forma efectiva sus objetivos**

GRACIAS POR SU ATENCIÓN



ÍNDICE

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

Recuadro: El impacto macroeconómico de las medidas de apoyo frente al repunte de la inflación y la crisis energética



ÍNDICE

1. Introducción
2. La falta de convergencia en renta per cápita con la UEM
 - 2.1 La productividad: el papel de la innovación
 - 2.1.1 El fomento del crecimiento empresarial y de los mecanismos de reasignación de los factores productivos entre empresas y sectores
 - 2.1.2 El impulso de las propias actividades de innovación
 - 2.1.3 El refuerzo del papel vertebrador de las instituciones y de las administraciones públicas
 - 2.2 La tasa de empleo y la oferta laboral: aspectos clave
 - 2.2.1 El marco institucional
 - 2.2.2 El capital humano
 - 2.2.3 Otros factores clave en la evolución de la oferta laboral
3. Principales desequilibrios en la economía española
 - 3.1 El endeudamiento público
 - 3.1.1 Evolución reciente y perspectivas de corto plazo
 - 3.1.2 Las dinámicas de la deuda pública en el medio y largo plazo
 - 3.1.3 El necesario plan de consolidación fiscal
 - 3.1.4 La reforma del marco de reglas fiscales y de gobernanza europea
 - 3.2 La vulnerabilidad de los hogares
 - 3.2.1 El mercado de la vivienda de alquiler residencial en los últimos años

Recuadro: Las prestaciones contributivas por desempleo: un análisis granular a partir de la Encuesta Continua de Vidas Laborales



ÍNDICE

1. Introducción
2. El aumento de la inflación y sus determinantes clave a medio plazo
 - 2.1 El aumento de la inflación
 - 2.2 El inicio de una moderación en la inflación y el cambio en su naturaleza
 - 2.3 Senda de inflación a medio plazo y factores de riesgo
3. La respuesta de la política monetaria a las tensiones inflacionistas
4. La transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras, la actividad y la inflación
 - 4.1 Los canales de transmisión de la política monetaria
 - 4.2 Evidencia sobre la primera etapa: efectos sobre las condiciones financieras
 - 4.3 Heterogeneidad en la transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras
 - 4.4 Evidencia sobre la segunda etapa: efectos sobre la actividad económica y la inflación

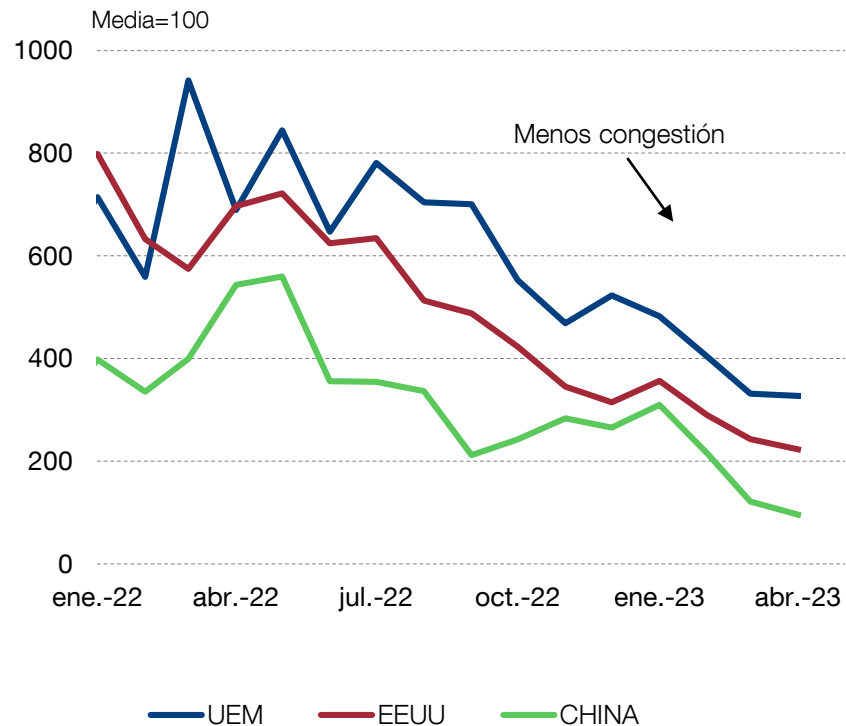
Recuadro: El impacto de una reducción más rápida de lo previsto de las tenencias de activos del Eurosistema sobre los rendimientos de las deudas soberanas en el área del euro



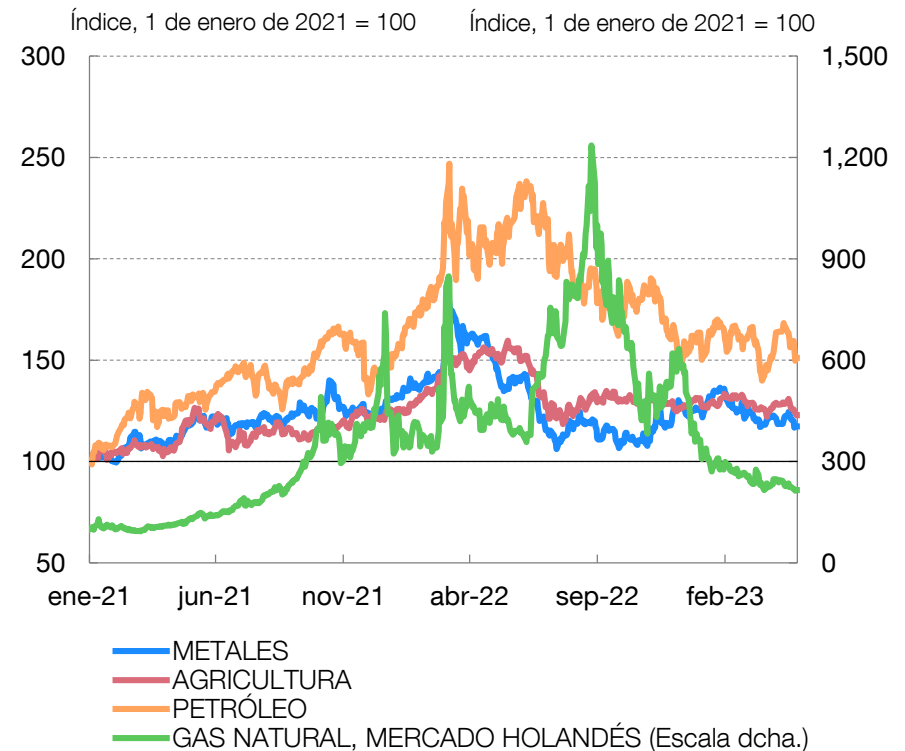
EN LOS ÚLTIMOS MESES, SE HA PRODUCIDO UNA NORMALIZACIÓN PAULATINA DE LAS CADENAS DE SUMINISTRO GLOBAL Y UNA CAÍDA MUY SIGNIFICATIVA EN LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA

... pero estos últimos aún permanecen por encima de los observados a comienzos de 2021

ÍNDICE DE TEXTO DE CUELLOS DE BOTELLA (a)



EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



Fuentes: Factiva, Refinitiv y Banco de España..

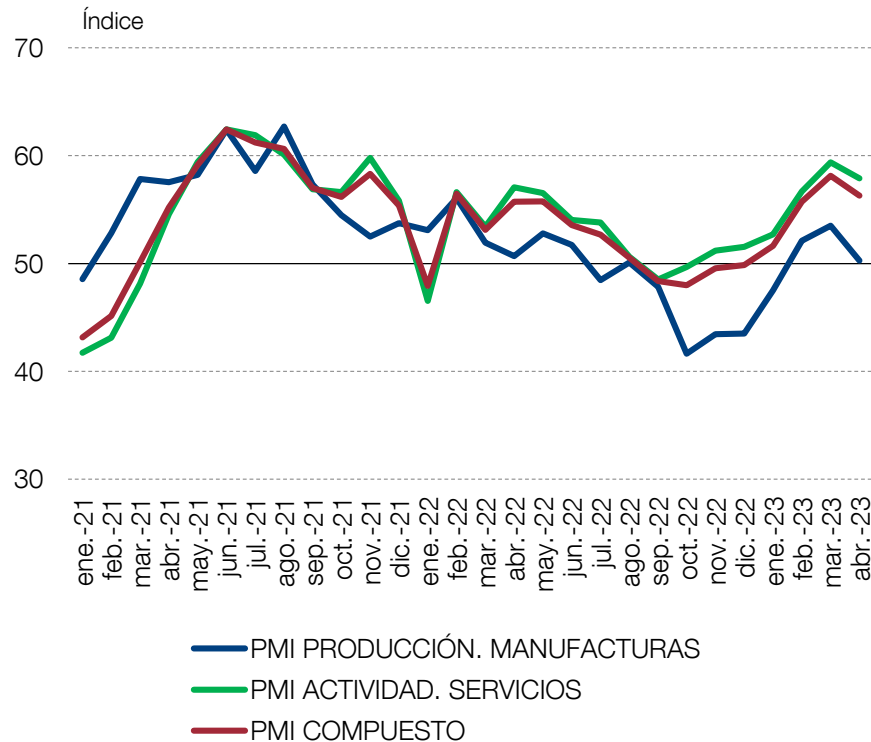
(a) Burriel P., Kataryniuk I., Moreno C. y Viani F. (2023), [A new supply bottlenecks index based on newspaper data](#), Documento de Trabajo 23/04, Banco de España.



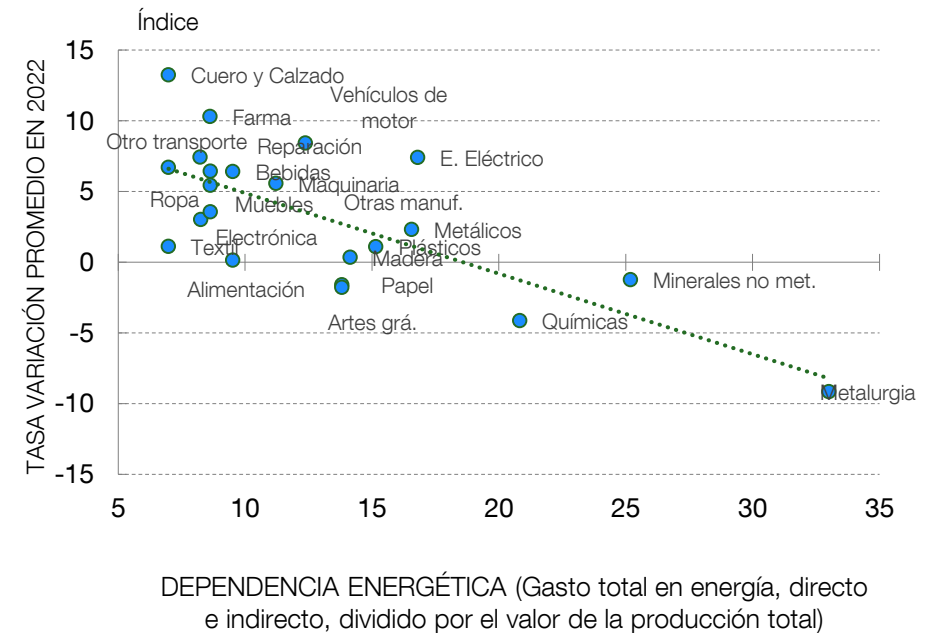
MIENTRAS QUE LOS SERVICIOS SE HAN VISTO IMPULSADOS POR EL FIN DE LA CRISIS SANITARIA, LA ACTIVIDAD INDUSTRIAL HA ESTADO LASTRADA POR LA CRISIS ENERGÉTICA

Todo ello, en un contexto en el que la **confianza de los consumidores** ha venido recuperándose gradualmente desde los mínimos del 3T22

ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



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



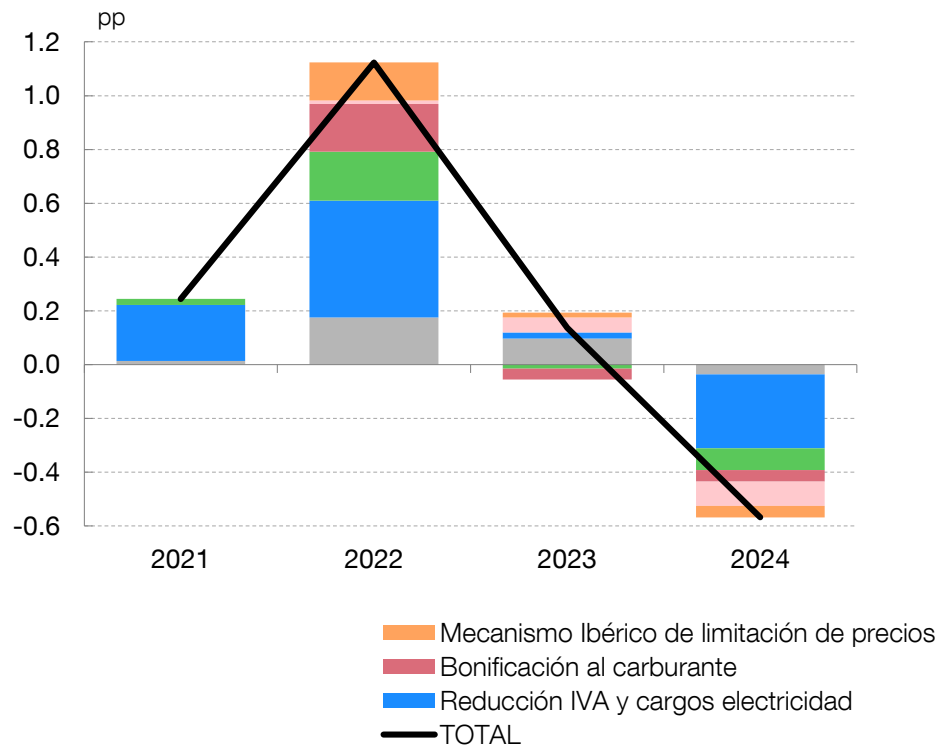
Fuentes: S&P Global, Índice de Producción Industrial (INE) y Tablas Inter Country Input-Output (ICIO 2018, OCDE).



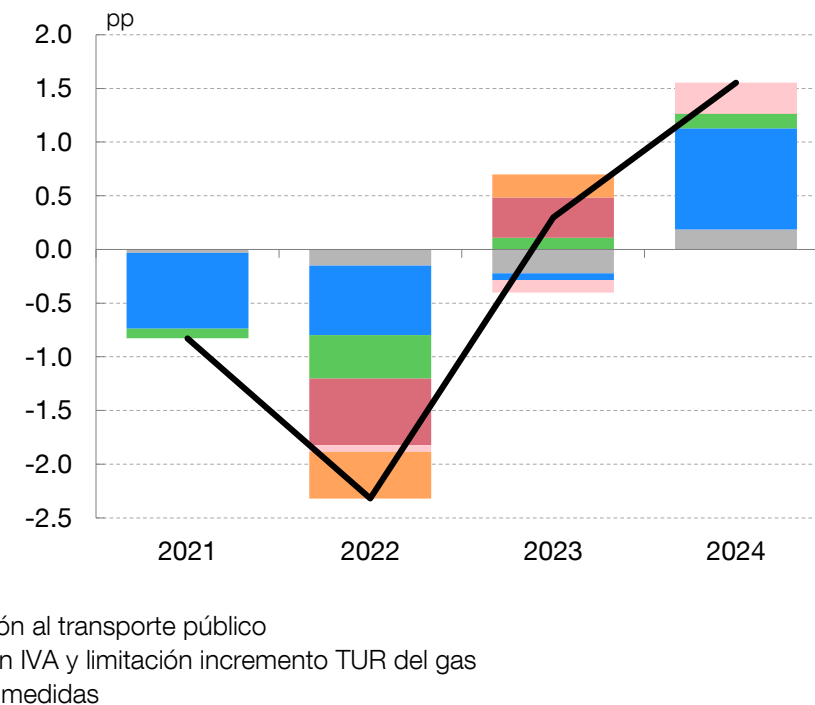
LAS MEDIDAS DESPLEGADAS POR LAS AUTORIDADES ESPAÑOLAS PARA HACER FRENTE A LA CRISIS ENERGÉTICA HAN AYUDADO A REDUCIR LA INFLACIÓN Y A DINAMIZAR LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

- Como en otros países europeos, aunque a lo largo del tiempo se han hecho algunos avances, estas medidas han sido **mayoritariamente generalizadas**, en lugar de estar focalizadas en los colectivos más vulnerables
- Un diseño de las medidas más focalizado en estos colectivos habría sido más eficaz para mitigar, a un coste fiscal menor, el impacto de la crisis inflacionista sobre dichos agentes y, a la vez, minimizar el posible impacto inflacionista de las mismas

EFFECTO SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB



EFFECTO SOBRE LA INFLACIÓN (IAPC)



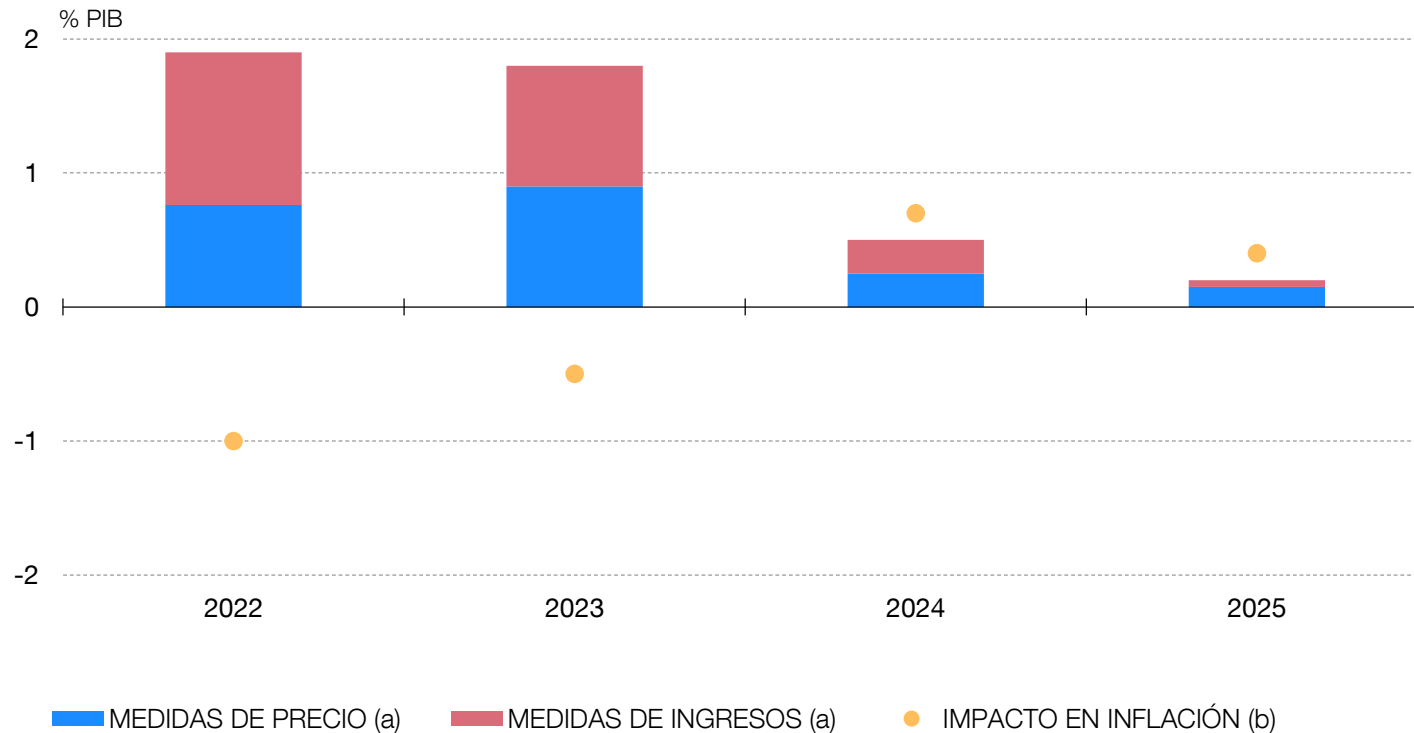
Fuente: Banco de España, a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.



EN 2022, LAS AUTORIDADES DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA UEM AUMENTARON EL APOYO A EMPRESAS Y HOGARES ANTE LA CRISIS ENERGÉTICA, MEDIDAS QUE EXTENDIERON A 2023

- En ambos años, el estímulo total se acerca al **2% del PIB del área del euro** (1,4% y 0,9% en 2022 y 2023, respectivamente, en España)
- Si bien estas medidas han contribuido a contener la inflación en 2022, y se espera que lo hagan también en 2023, su retirada tendrá efectos contrapuestos –de presión al alza sobre los precios– en los próximos años, especialmente en 2024

MEDIDAS FISCALES COMPENSATORIAS DE LA ENERGÍA E INFLACIÓN



Fuentes: Eurostat y Banco de España.

(a) La clasificación de las medidas se basa en la metodología de la Comisión Europea. Las medidas de precio son aquellas que afectan directamente al coste de consumir una unidad adicional de energía. Las medidas de ingresos no dependen directamente de la cantidad de energía consumida.

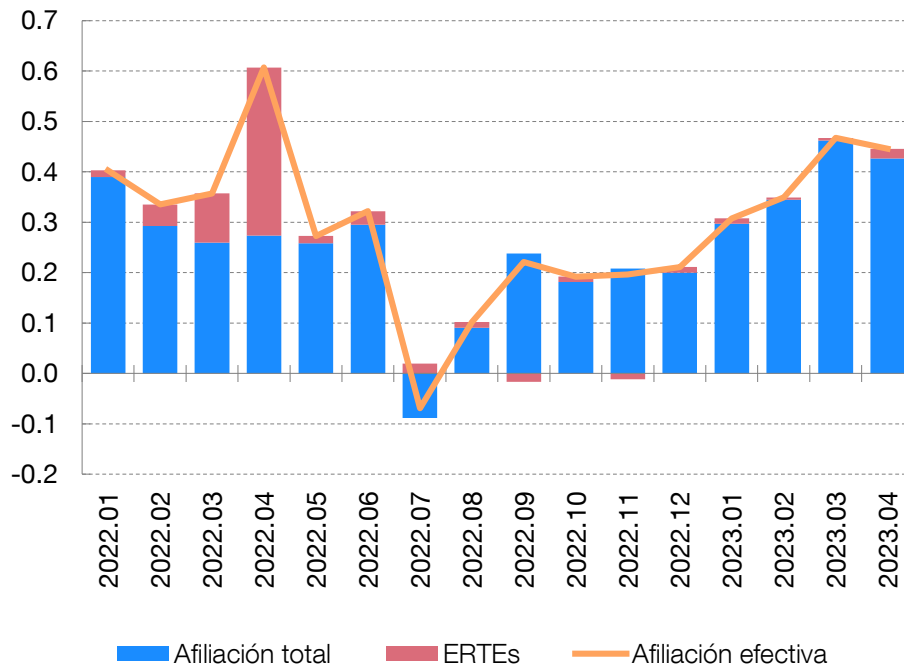
(b) Los efectos sobre la inflación se muestran a nivel agregado de la zona del euro como desviaciones en puntos porcentuales con respecto a un escenario de referencia sin las medidas de política fiscal compensatorias de la energía y la inflación. Las simulaciones se realizan bajo el supuesto simplificador de que los choques fiscales son exógenos y no hay respuesta de política monetaria.

LA CREACIÓN DE EMPLEO VIENE MOSTRANDO UN ELEVADO DINAMISMO, AL TIEMPO QUE SE HA REDUCIDO LA TASA DE TEMPORALIDAD

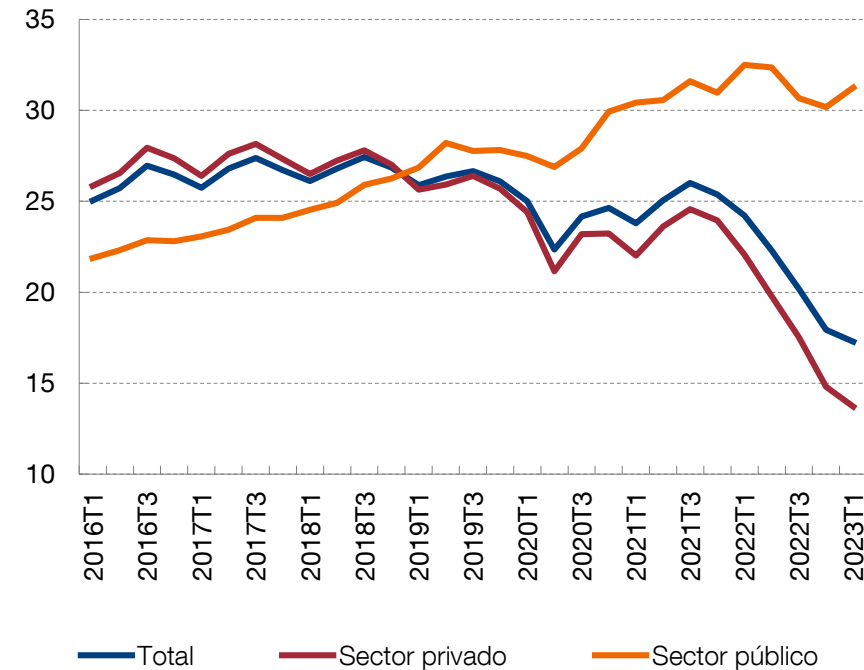
- La cifra de **personas ocupadas** se sitúa, en el primer trimestre de 2023, un 2,3% por encima de su nivel pre-pandemia (en CNTR)
- No obstante, este aumento ha superado al de las **horas totales trabajadas**, de modo que se ha producido un descenso de la jornada media

AFILIACIÓN TOTAL, ERTES Y AFILIACIÓN EFECTIVA

Tasas mensuales desestacionalizadas (%)



TASA DE TEMPORALIDAD (%)



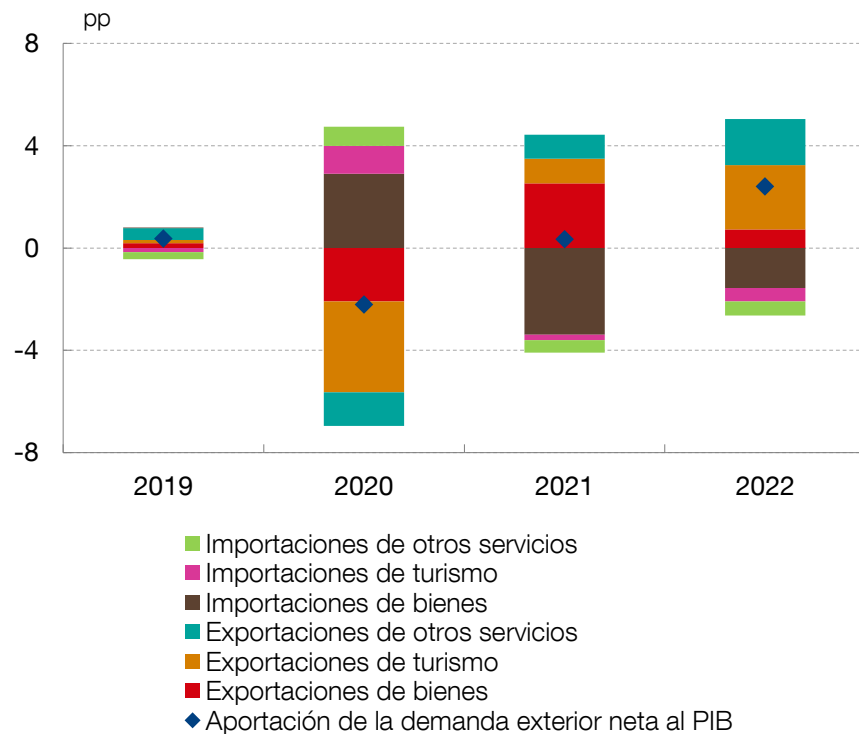
Fuentes: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones y Encuesta de Población Activa (INE).



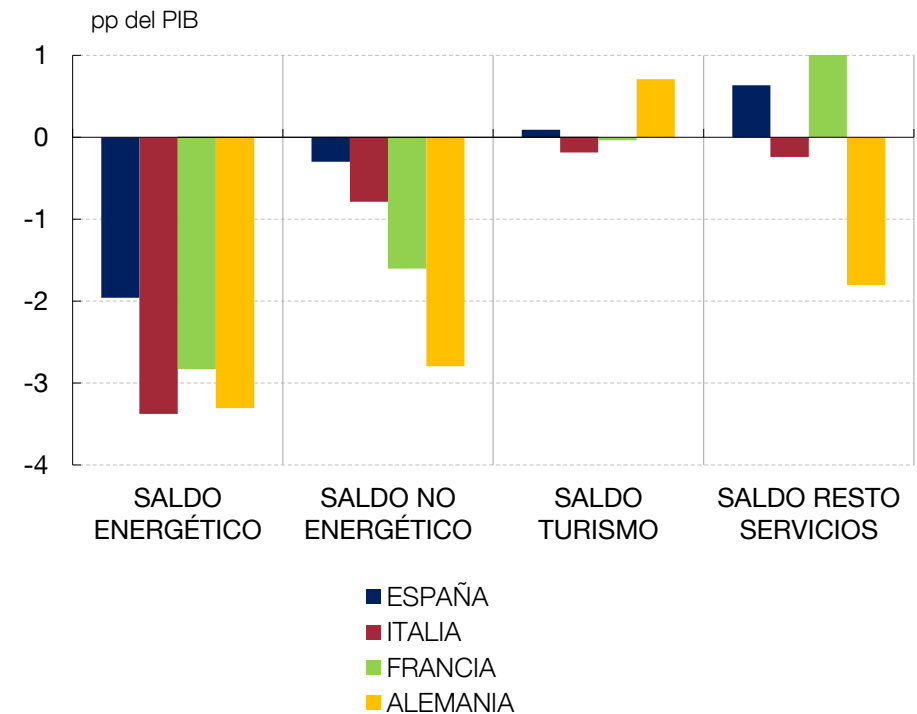
EN 2022, LA DEMANDA EXTERIOR NETA PRESENTÓ UNA CONTRIBUCIÓN ELEVADA AL CRECIMIENTO DEL PIB Y SE PRODUJERON MODERADAS GANANCIAS DE COMPETITIVIDAD

- Desde 2019, el deterioro del **saldo de bienes y servicios** ha sido más modesto en España que en otros de los principales países de la UEM
- En 2022, a pesar del fuerte ascenso de los precios energéticos, España aún presentó un **superávit por cuenta corriente** del 0,6% del PIB

CONTRIBUCIÓN DEL SECTOR EXTERIOR A LA VARIACIÓN DEL PIB REAL



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



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

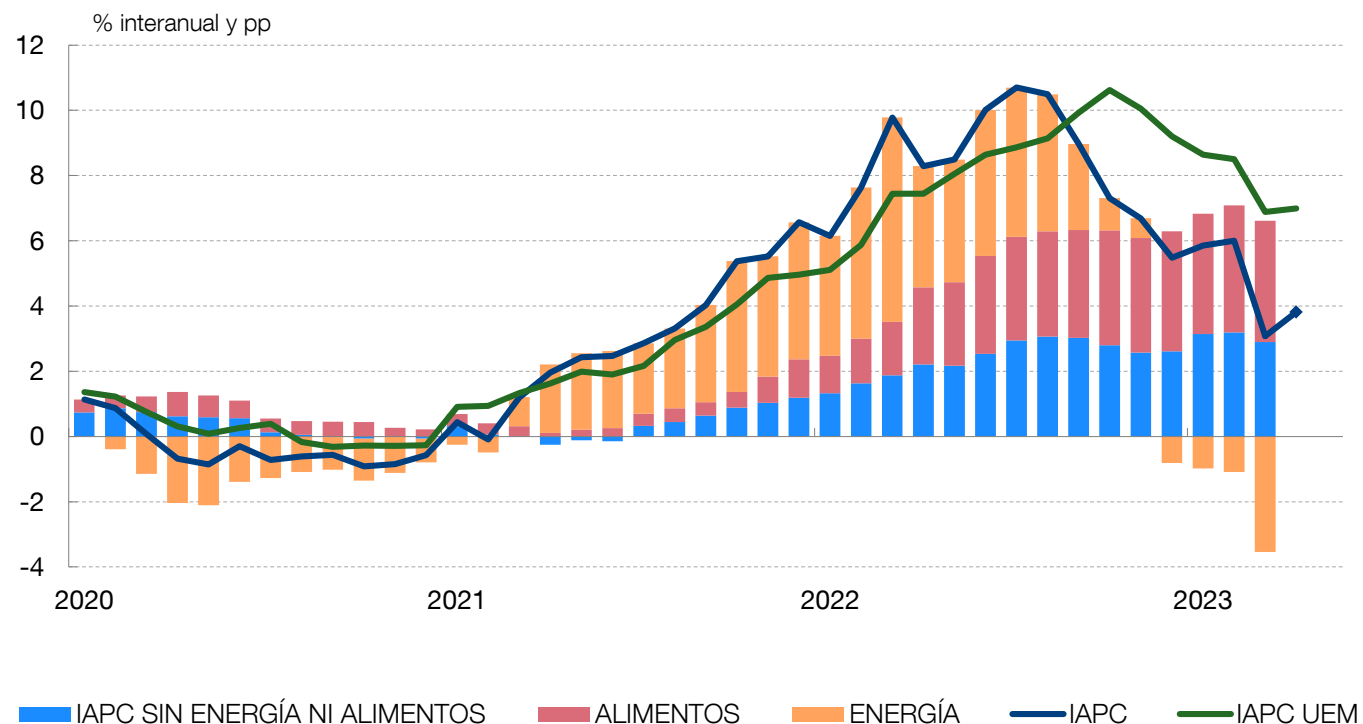
(a) La descomposición del saldo de bienes en sus componentes energético y no energético se estima a partir de los datos desagregados por productos del comercio exterior de bienes.



EL PICO DEL EPISODIO INFLACIONISTA PARECE HABER QUEDADO ATRÁS, PERO LA INFLACIÓN SUBYACENTE Y LA DE LOS ALIMENTOS MUESTRAN TODAVÍA UNA ELEVADA RESISTENCIA A LA BAJA

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

IAPC Y CONTRIBUCIONES



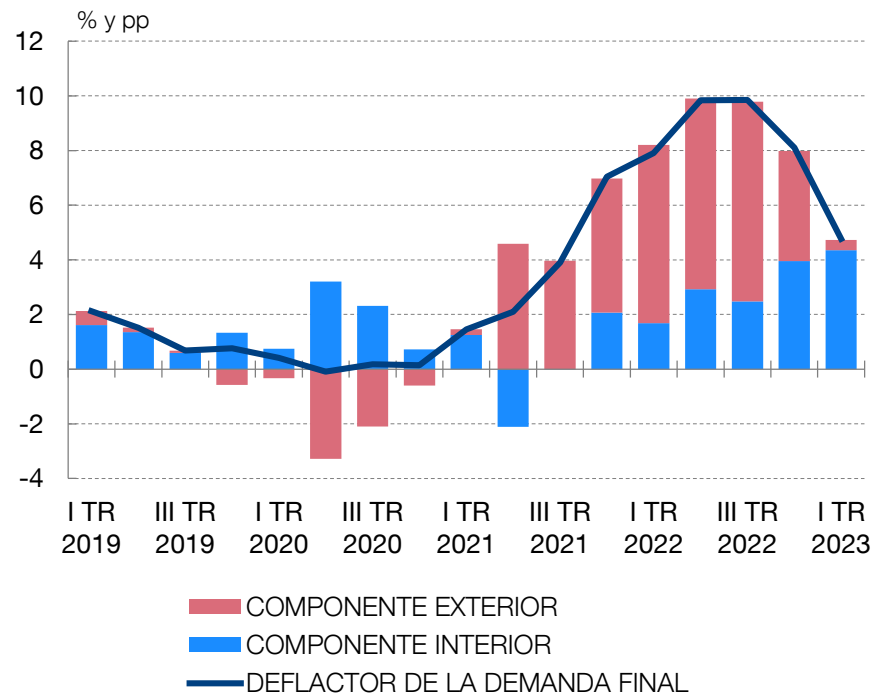
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.



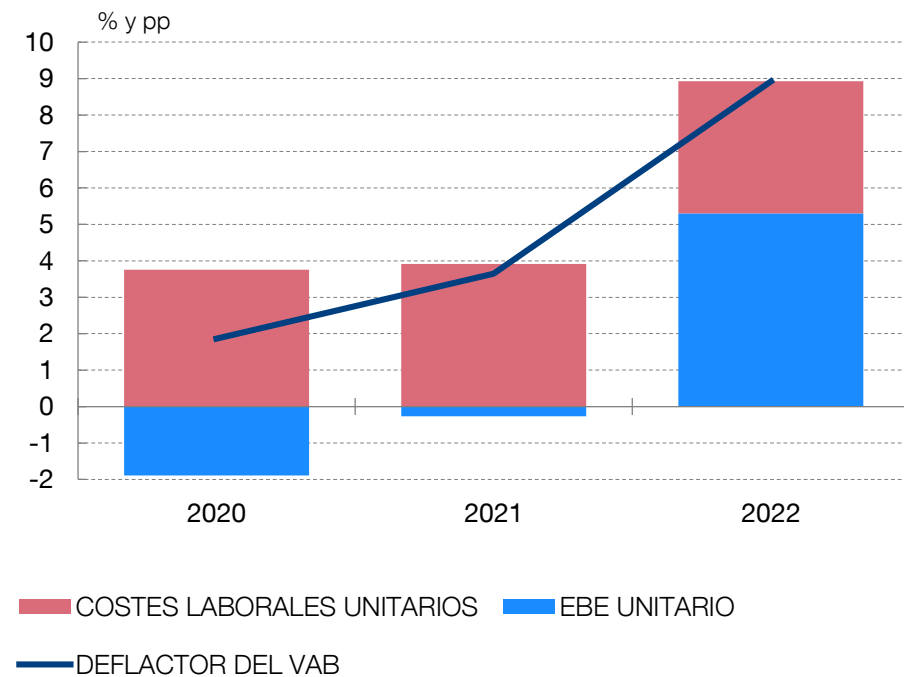
LA ELEVADA INFLACIÓN IMPORTADA HA DADO PASO, RECIENTEMENTE, A UN REPUNTE DE LA INFLACIÓN DE LA PRODUCCIÓN INTERIOR

- En los últimos trimestres de 2022, la contribución al crecimiento del deflactor del valor añadido del **excedente bruto de explotación (EBE) unitario** ha sido mayor que la de los **costes laborales unitarios (CLU)**
- No obstante, con una perspectiva temporal más amplia, desde finales de 2019, el incremento acumulado del EBE unitario ha sido solo ligeramente superior al de los CLU

EVOLUCIÓN DEL DEFLACTOR DE LA DEMANDA FINAL
Tasas de variación interanual y contribuciones (a)



DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO BRUTO DE LA ECONOMÍA DE MERCADO
(crecimiento acumulado desde 2019 y contribuciones)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

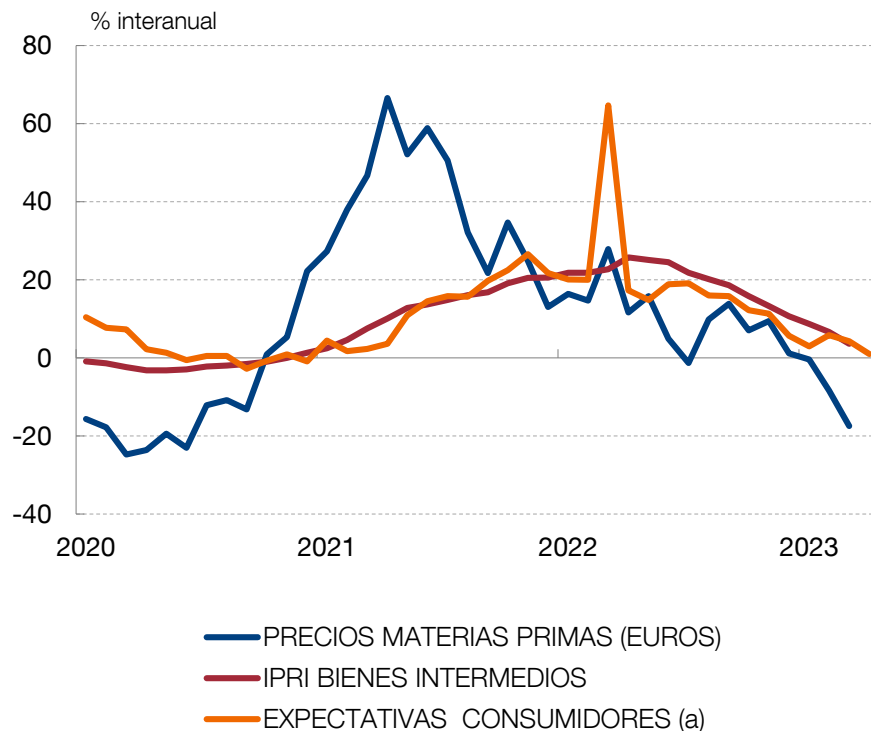
(a) La contribución del componente exterior e interior al crecimiento interanual del deflactor de la demanda final es una aproximación.



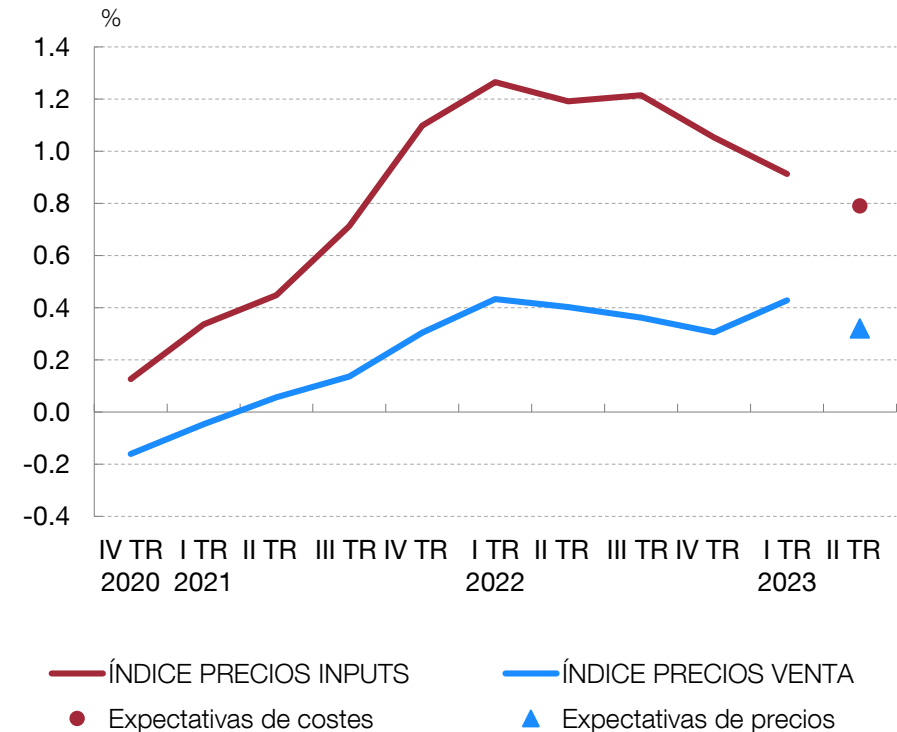
SE OBSERVAN ALGUNAS SEÑALES DE MODERACIÓN DE LAS ALZAS DE PRECIOS EN LOS ESTADIOS INICIALES DE LOS PROCESOS PRODUCTIVOS

Aún así, una proporción muy elevada de productos siguen mostrando tasas de inflación muy altas. Si se consideran las 129 subclases del IAPC sin energía ni alimentos, el porcentaje de las que presentan **tasas de inflación superiores al 4%** ha tendido a estabilizarse en el 45% desde julio de 2022

PRESIONES DE COSTES Y EXPECTATIVAS DE PRECIOS



PRECIOS Y COSTES DE LAS EMPRESAS (b)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Comisión Europea.

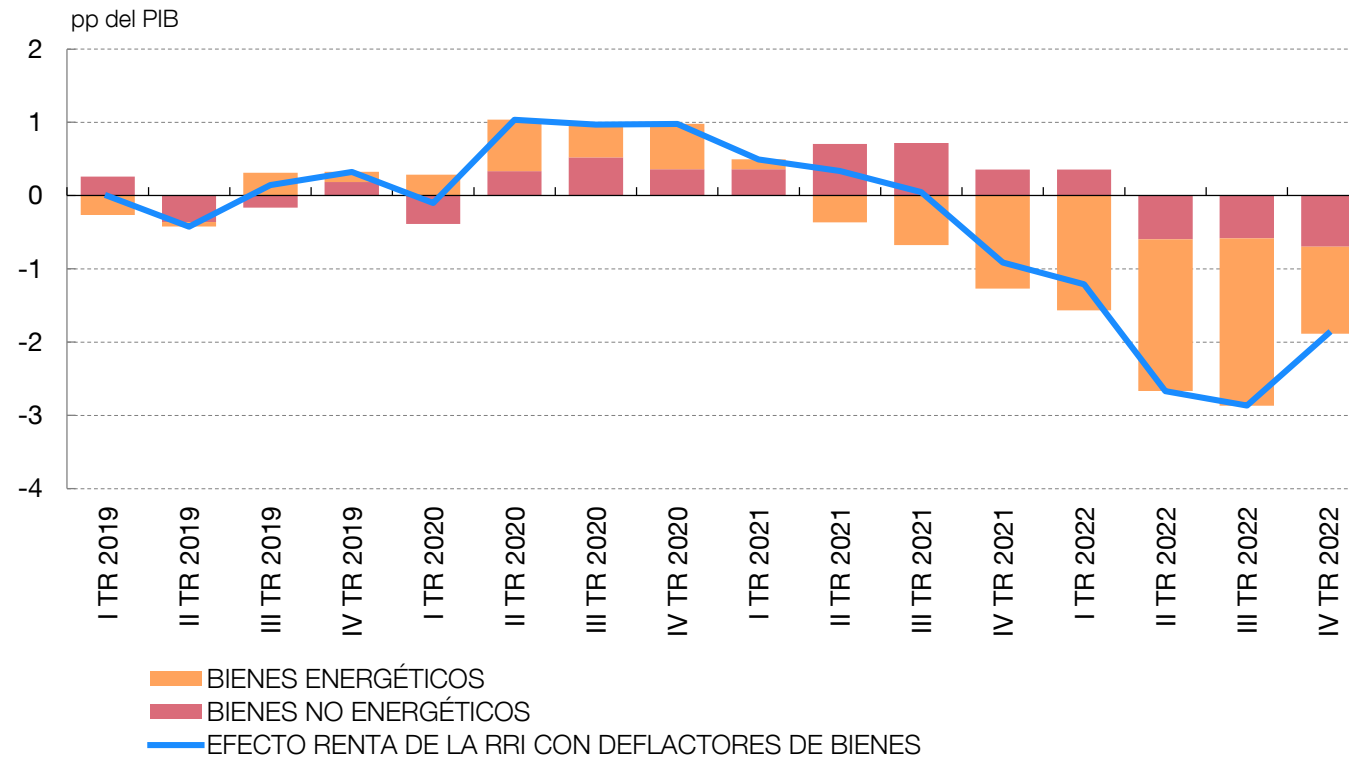
(a) Encuestas de empresarios y consumidores de la Comisión Europea.

(b) Resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica (EBAE). Los índices de precios y costes se construyen asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: Aumento significativo = 2; Aumento leve = 1; Estabilidad = 0; Descenso leve = -1; Descenso significativo = -2

EL DETERIORO DE LA RELACIÓN REAL DE INTERCAMBIO, COMO CONSECUENCIA DE LA ELEVACIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA, ALCANZÓ SU MÁXIMO EN EL TRAMO CENTRAL DE 2022

... cuando llego a suponer un **impacto negativo sobre la renta nacional** cercano al 3% del PIB

EFFECTO RENTA DE LA RELACIÓN REAL DE INTERCAMBIO, CON DEFLACTORES DE BIENES (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

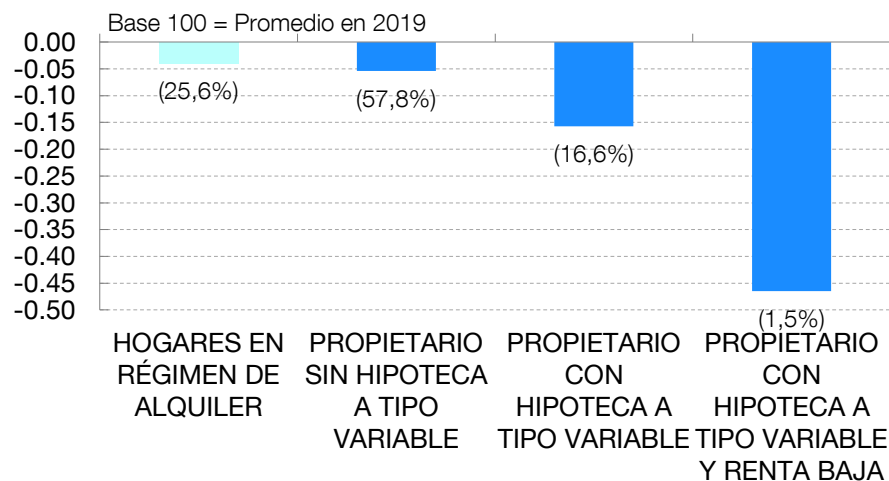
(a) La desagregación de los deflatores en los componentes energético y no energético se calcula a partir de los IVUXM (Índices de valor unitario de las exportaciones e importaciones).



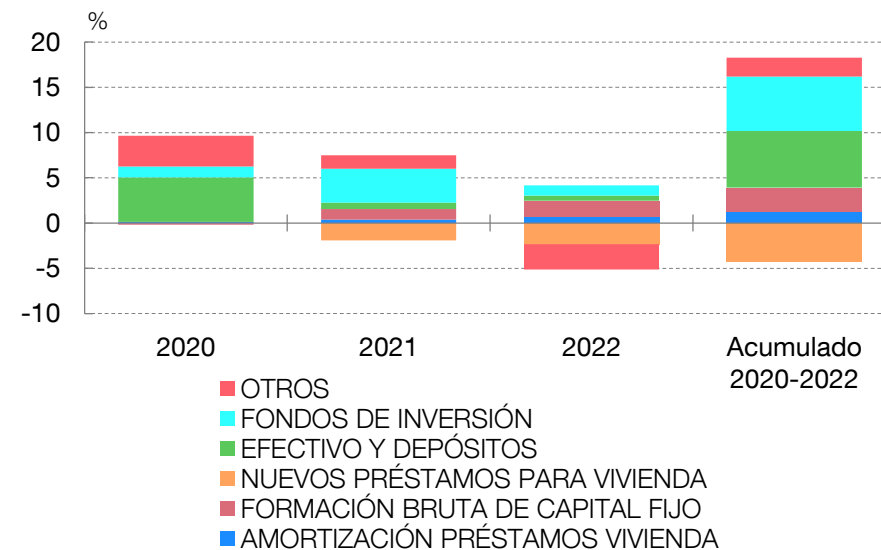
LA DISMINUCIÓN DEL PODER ADQUISITIVO DE LAS RENTAS DE LOS HOGARES Y LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS HAN VENIDO LIMITANDO EL AVANCE DEL CONSUMO PRIVADO

- Estos factores han incidido negativamente sobre la capacidad de gasto de las familias –especialmente en el caso de aquellas endeudadas a un tipo de interés variable–, que han venido reduciendo su tasa de ahorro en los últimos meses. De hecho, en la segunda mitad de 2022, la **tasa de ahorro de los hogares** se situó por debajo de los niveles pre-pandemia
- Casi el 45% del abultado ahorro extraordinario acumulado durante la pandemia se mantiene en **depósitos bancarios**, pero es probable que estos recursos no proporcionen un impulso significativo al consumo

IMPACTO DE CAMBIOS EN LAS EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS HIPOTECARIOS SOBRE EL CRECIMIENTO ESPERADO DEL CONSUMO (a)



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



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

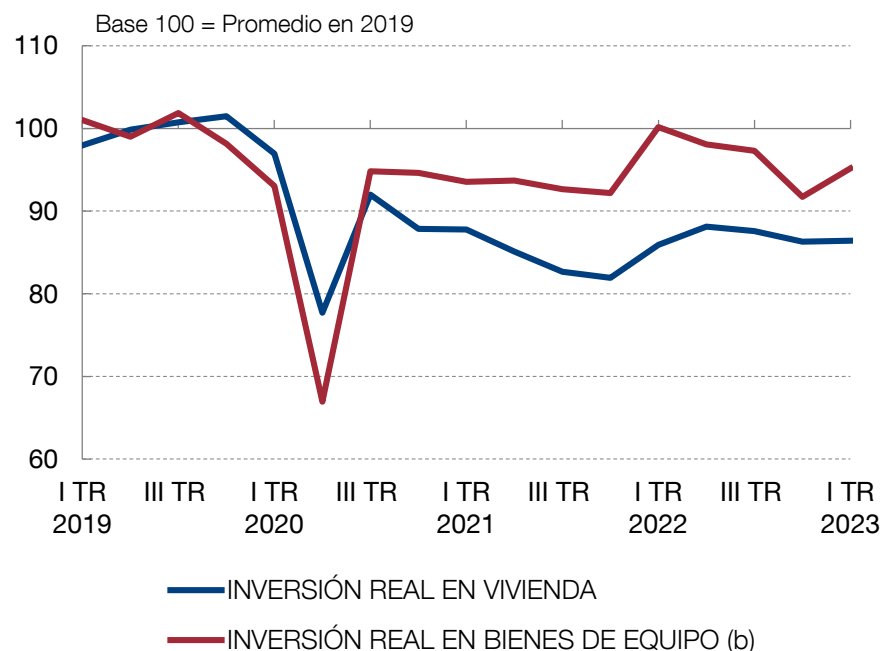
(a) Impacto esperado sobre el consumo en función de la senda de tipos esperada. En la estimación se controla por los cambios esperados en el nivel de ingresos y se incluyen efectos fijos a nivel de hogar. Errores estándar agrupados a nivel de hogar y tiempo. Para los hogares en régimen de alquiler, el impacto esperado de variaciones en los tipos de interés sobre el crecimiento esperado del consumo se estima con mayor imprecisión y resulta no significativo. Entre paréntesis se presenta la proporción de hogares sobre el total poblacional que están en cada uno de los grupos recogidos en el gráfico.

(b) El exceso de ahorro se calcula como el flujo de ahorro (en relación con la renta bruta disponible), en exceso del observado en 2019. Los flujos de ahorro e inversión recogen también el importe canalizado hacia los distintos activos y pasivos por encima de lo observado en 2019. La partida (Otros) aglutina los flujos canalizados hacia activos y pasivos no presentados en el gráfico, así como también las discrepancias estadísticas entre la cuenta financiera y la cuenta de capital, las transferencias netas de capital y las adquisiciones netas de activos no producidos.

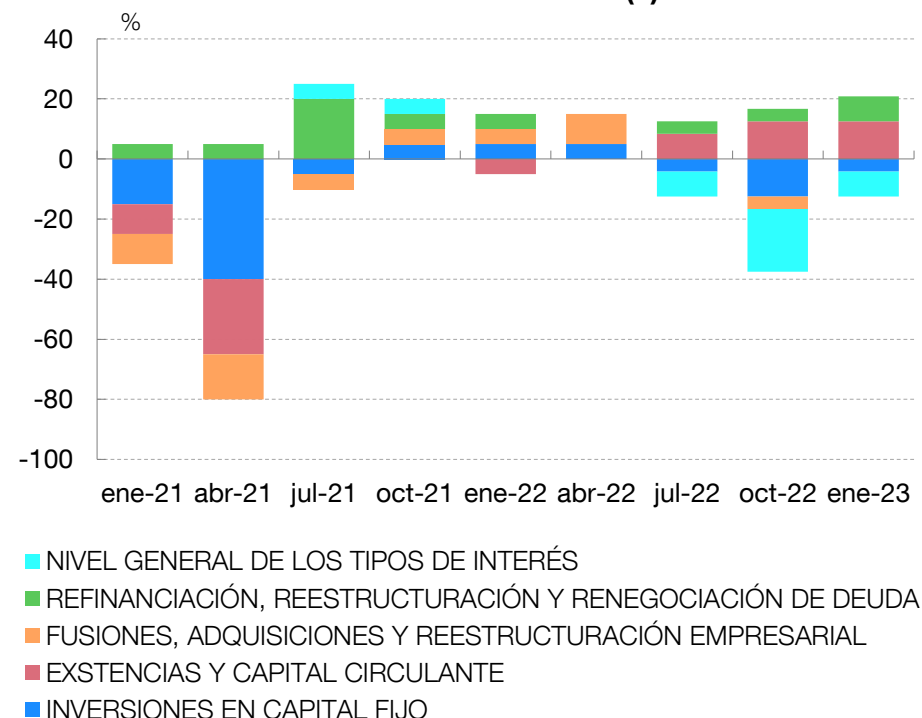
LA INVERSIÓN EN VIVIENDA Y LA INVERSIÓN EMPRESARIAL HAN PERDIDO VIGOR A LO LARGO DE 2022, ANTE LA ELEVADA INCERTIDUMBRE Y LAS MAYORES DIFICULTADES PARA ACCEDER AL CRÉDITO

Desde mediados de 2022, se ha desacelerado la financiación externa de las empresas, y, en particular, la **demanda de crédito para inversión**. En cambio, el crédito que financia el capital circulante ha mostrado una mayor fortaleza, posiblemente como reflejo del aumento del coste de las materias primas

INVERSIÓN REAL EN VIVIENDA Y EN BIENES DE EQUIPO (a)



FACTORES QUE AFECTAN A LA VARIACIÓN DE LA DEMANDA DE CRÉDITO (c)



Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

(a) Series ajustadas de estacionalidad y efectos calendario.

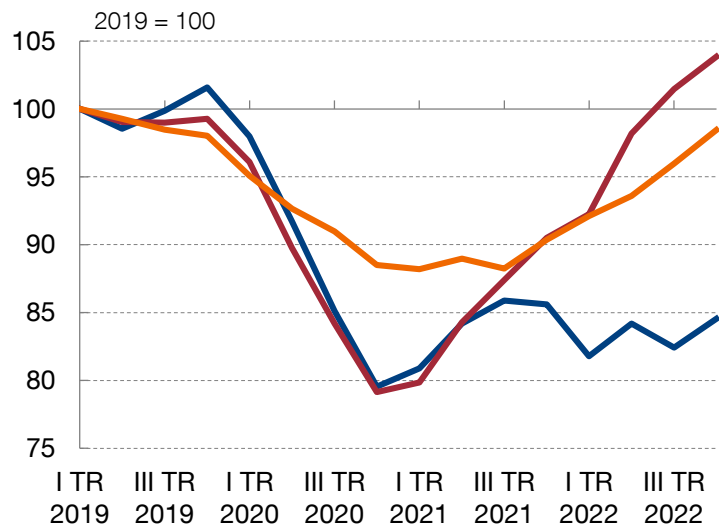
(b) Formación bruta de capital fijo en bienes de equipo, maquinaria y recursos biológicos cultivados.

(c) Porcentaje de entidades que señalan que el factor ha contribuido considerablemente a incrementar la demanda $\times 1$ + porcentaje de entidades que señalan que ha contribuido en cierta medida a aumentar la demanda $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que señalan que ha contribuido en cierta medida a reducir la demanda $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que señalan que ha contribuido considerablemente a reducir la demanda $\times 1$. Datos procedentes de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) del Banco de España.



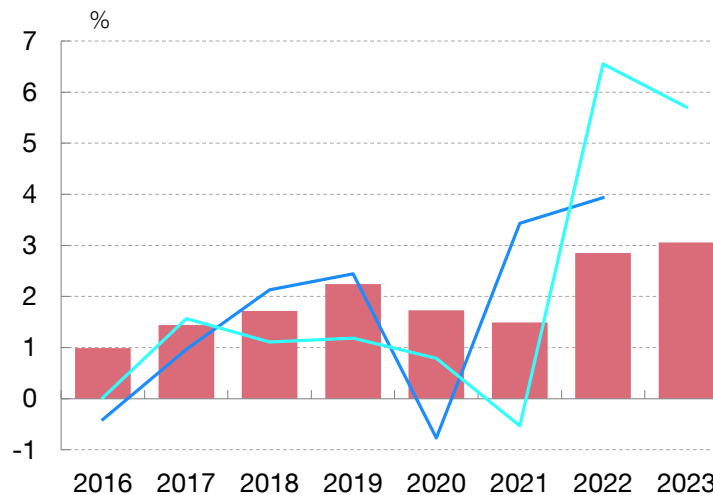
LA CONTENCIÓN DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES Y DE LOS COSTES LABORALES SERÁN ESENCIALES PARA EVITAR EFECTOS DE SEGUNDA RONDA SIGNIFICATIVOS SOBRE LA INFLACIÓN

EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



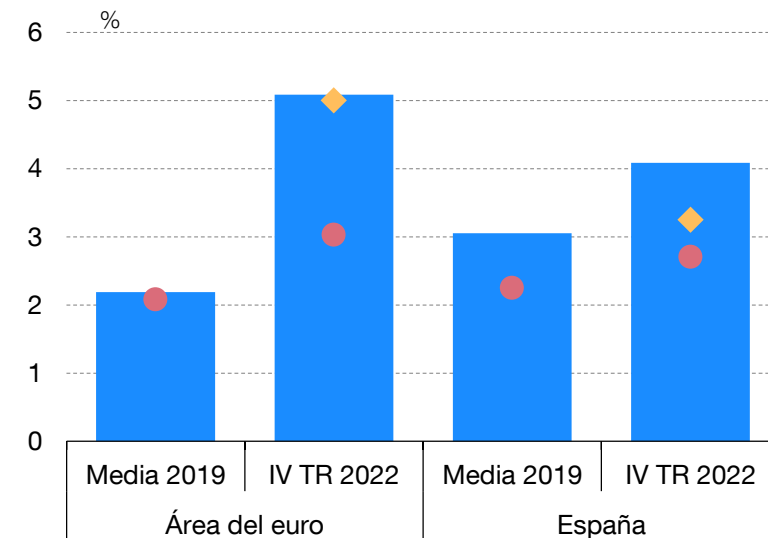
— MARGEN SOBRE VENTAS
 — MARGEN SOBRE VALOR AÑADIDO BRUTO
 — EBE/VAB DE SNF

EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS (b)



■ INCREMENTO SALARIAL TOTAL
 — REMUNERACIÓN POR ASALARIADO ECONOMÍA DE MERCADO
 — IPC (Dic, t-1)

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y SALARIOS NEGOCIADOS (c)
 (crecimiento interanual)



■ REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
 ● SALARIOS NEGOCIADOS
 ◆ NUEVOS ACUERDOS SALARIALES FIRMADOS EN IV TR 2022

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Economía Social, Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) El margen sobre ventas se define como el cociente entre el REB y el importe neto de la cifra de negocios. El margen sobre el VAB, por su parte, se define como el cociente entre el REB y el VAB. Para los dos se utilizan datos de la Central de Balances del Banco de España (CBT). Para la ratio de Sociedades No Financieras (SNF) se usan datos de las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales. Datos acumulados de cuatro trimestres.

(b) Los datos de 2023 se refieren a los convenios registrados hasta el mes de marzo.

(c) Excluyendo pagos extraordinarios (*one-off*).



	Tipos de interés	Compras de activos y operaciones de liquidez
Dic-2021		APP: ritmo de 40 mm € en 2T22, 30 mm en 3T22 y 20 mm desde octubre PEPP: fin de las compras netas a final de marzo de 2022 y reinversiones hasta al menos finales de 2024
Feb-2022		Confirmación de las medidas anunciadas en diciembre de 2021
Mar-2022		APP: recalibración del ritmo de compras PEPP: finalización de las compras netas
Abr-2022		APP: anuncio de la intención de finalizar las compras netas en 3T22
Jun-2022	Intención de aumento	APP: finalización de las compras netas a partir del 1 de julio Reunión <i>ad hoc</i>: flexibilidad reinversiones PEPP y anuncio del diseño de un instrumento anti-fragmentación
Jul-2022	+50 pb DFR: 0,0 %	TPI: aprobación del <i>Instrumento para la Protección de la Transmisión</i> (TPI)
Sep-2022	+75 pb DFR: 0,75 %	
Oct-2022	+75pb. DFR: 1,50 %	TLTRO III: ajuste de términos y condiciones
Dic-2022	+50 pb DFR: 2,0 %	APP: desde el inicio de marzo de 2023, disminución de 15 mm € mensuales (promedio) hasta finales de 2T23
Feb-2023	+50 pb DFR: 2,50 %	APP: Modalidades detalladas para reducir las tenencias
Mar-2023	+50 pb DFR: 3,0 %	
May-2023	+25 pb DFR: 3,25 %	APP: El CG prevé interrumpir las reinversiones en el marco del APP a partir de julio de 2023

LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE UN ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

ETAPA 1: TRANSMISIÓN A LAS CONDICIONES FINANCIERAS

Canal mercado de capitales: ↑ coste de financiación en mercados

Canal bancario: ↑ coste de financiación bancaria y remuneración depósitos

Canal renta: ↑ ingresos y pagos por intereses

Canal riqueza: ↓ valor de la riqueza financiera y real

Canal tipo de cambio: apreciación del euro

VELOCIDAD DE TRANSMISIÓN

Muy rápido ("inmediato")

Rápido (6-12 meses)

Lento (más de 12 meses)

Muy rápido en riqueza financiera y rápido en riqueza real

Muy rápido ("inmediato")

ETAPA 2: TRANSMISIÓN A LA ECONOMÍA REAL

VELOCIDAD DE TRANSMISIÓN

Efecto sustitución intertemporal: ↓ gasto por el aumento de los tipos de interés

Lento (12-18 meses)

Efecto renta: ↓ gasto por el descenso de la renta

Lento (12-18 meses)

Efecto riqueza: ↓ gasto por el descenso de la riqueza

Lento (12-18 meses)

Efecto tipo de cambio: la apreciación del euro reduce la demanda externa y presiona a la baja el precio de las importaciones

Lento (12-18 meses)

Canal comercial euro: ↓ exportaciones por la contracción de la actividad en otros países del área del euro

Lento (12-18 meses)

Descenso de los precios como consecuencia de la caída en la demanda agregada y la apreciación del euro

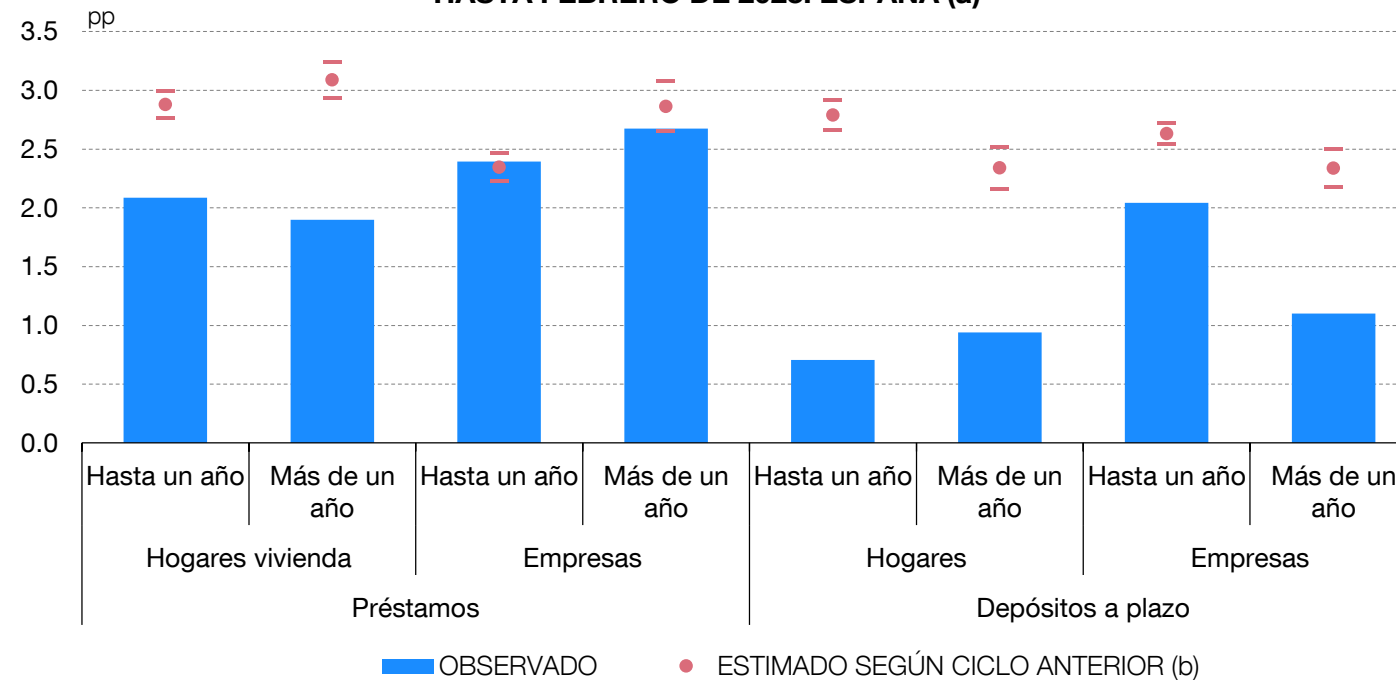
Muy lento (18-24 meses)




LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN ESPAÑA ESTÁN TRASLADANDO GRADUALMENTE LOS AUMENTOS DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO A LOS NUEVOS CRÉDITOS Y DEPÓSITOS

- La traslación del aumento de los tipos de interés de mercado al **coste del nuevo crédito para vivienda** y a la **remuneración de los depósitos** está siendo, hasta ahora, en general, más lenta de lo que cabría esperar en base a las regularidades históricas
- En el caso del **crédito concedido a las empresas**, la traslación está en línea con lo que cabría esperar en base a dichas regularidades

VARIACIÓN ACUMULADA DE LOS TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS DESDE DICIEMBRE DE 2021 HASTA FEBRERO DE 2023. ESPAÑA (a)



Evidencia UEM 


Fuentes: Banco de España, Banco Central Europeo y Refinitiv Datastream.

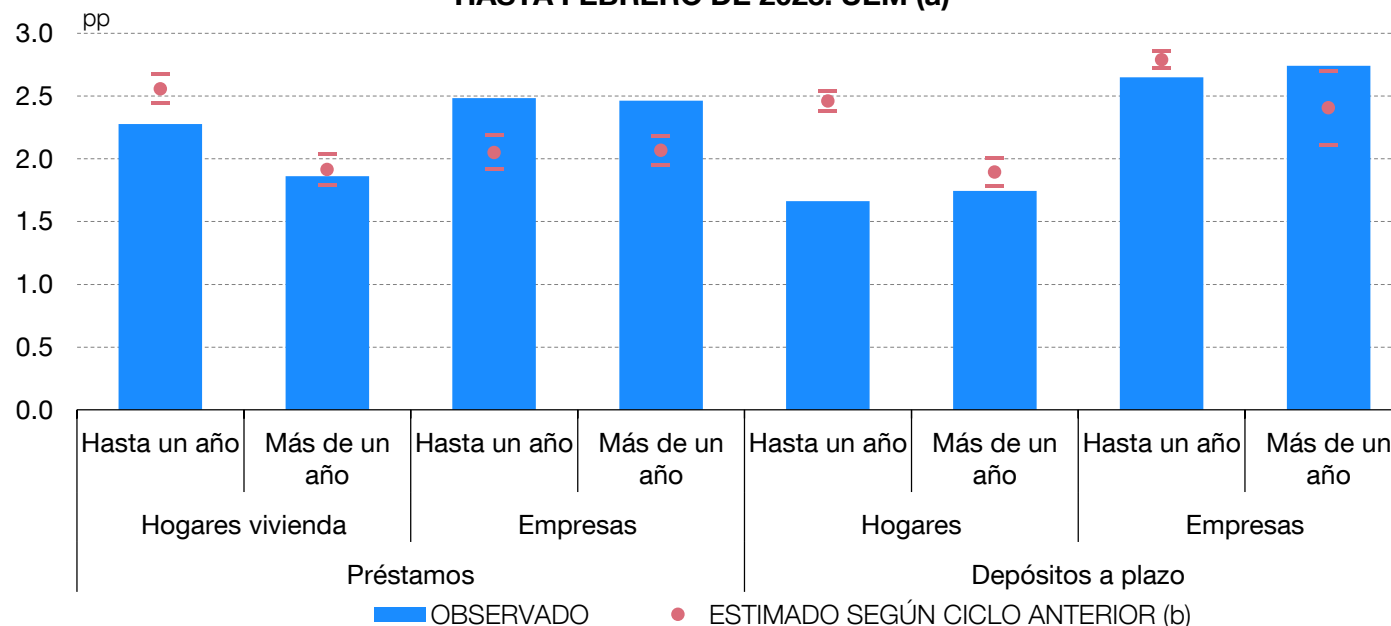
(a) Los tipos de interés son TEDR, por lo que excluyen gastos conexos, como primas por seguros de amortización y comisiones, y están ajustados por estacionalidad y componente irregular (alteraciones sin una pauta periódica ni tendencial reconocible). El plazo se refiere a la frecuencia con la que se revisa el tipo de interés.

(b) Tipo de interés bancario que resultaría si la evolución observada del tipo de interés de mercado entre enero de 2022 y febrero de 2023 se hubiera trasladado a los tipos de interés bancarios de forma similar a lo registrado en periodos pasados, de acuerdo con el patrón histórico capturado por los resultados de un modelo estándar de corrección de error estimado entre enero de 2003 y agosto de 2007. Las líneas horizontales recogen las bandas de confianza.

TRASLACIÓN DE LOS AUMENTOS DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO A LOS NUEVOS CRÉDITOS Y DEPÓSITOS EN LA UEM

- La traslación de los tipos de interés de mercado al coste de los **nuevos préstamos a los hogares** del área del euro para adquisición de vivienda se está produciendo, en conjunto, de manera similar a la observada en otros episodios históricos, mientras que, en el caso del **crédito a las empresas**, está siendo algo más rápida
- En cambio, la transmisión a la **remuneración de los nuevos depósitos a plazo** está siendo más lenta en el ciclo actual en las operaciones con hogares del área del euro y similar, o también algo más lenta, dependiendo del plazo, en los ofrecidos a las empresas

VARIACIÓN ACUMULADA DE LOS TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS DESDE DICIEMBRE DE 2021 HASTA FEBRERO DE 2023. UEM (a)



Fuentes: Banco de España, Banco Central Europeo y Refinitiv Datastream.

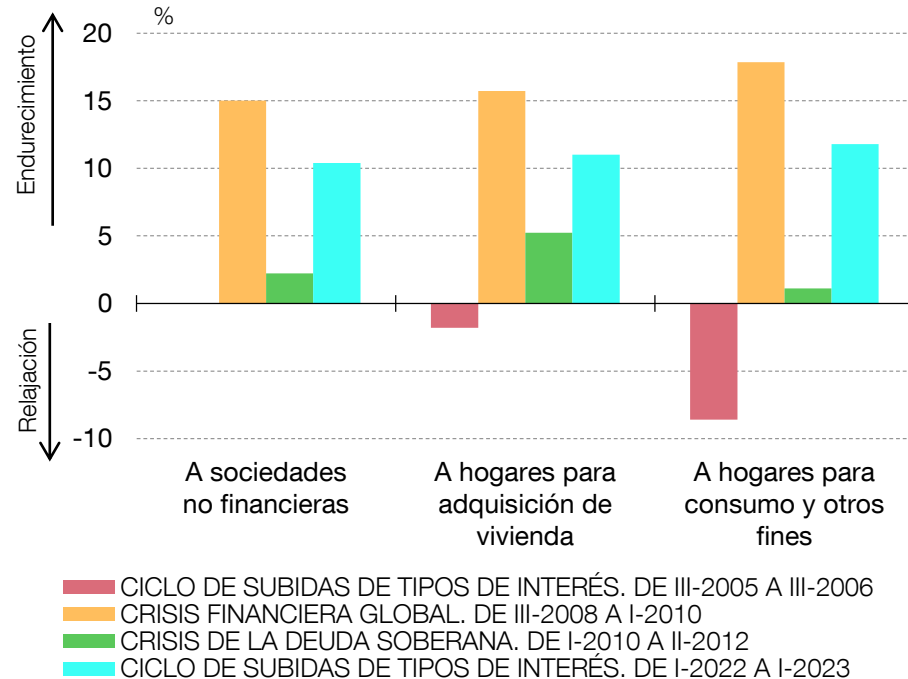
(a) Los tipos de interés son TEDR, por lo que excluyen gastos conexos, como primas por seguros de amortización y comisiones, y están ajustados por estacionalidad y componente irregular (alteraciones sin una pauta periódica ni tendencial reconocible). El plazo se refiere a la frecuencia con la que se revisa el tipo de interés.

(b) Tipo de interés bancario que resultaría si la evolución observada del tipo de interés de mercado entre enero de 2022 y febrero de 2023 se hubiera trasladado a los tipos de interés bancarios de forma similar a lo registrado en periodos pasados, de acuerdo con el patrón histórico capturado por los resultados de un modelo estándar de corrección de error estimado entre enero de 2003 y agosto de 2007. Las líneas horizontales recogen las bandas de confianza.

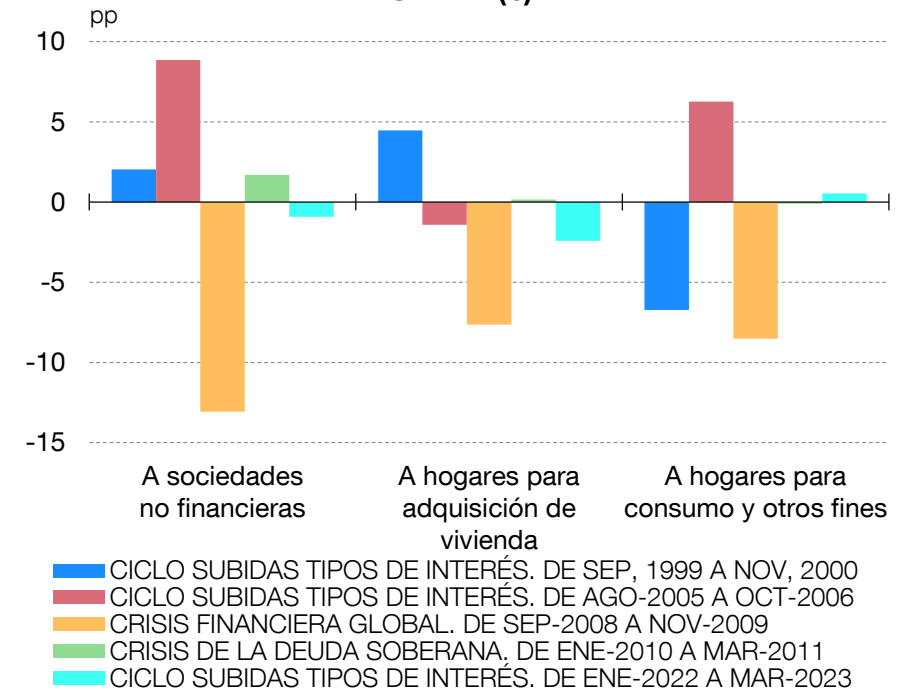
LA OFERTA DE CRÉDITO SE HA CONTRAÍDO Y LOS FLUJOS NETOS DE FINANCIACIÓN HAN PERDIDO DINAMISMO

La pérdida de dinamismo de los flujos netos de financiación está siendo más acusada, en términos generales, que la registrada en los episodios anteriores de subidas de los tipos de interés

VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS EN ESPAÑA (a)



VARIACIÓN DEL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO EN ESPAÑA (b)



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Promedio del indicador de difusión del período correspondiente. El indicador de difusión se define como: porcentaje de entidades que han endurecido considerablemente los criterios x 1 + porcentaje de entidades que los han endurecido en cierta medida x 1/2 - porcentaje de entidades que los han relajado en cierta medida x 1/2 - porcentaje de entidades que los han relajado considerablemente x 1.

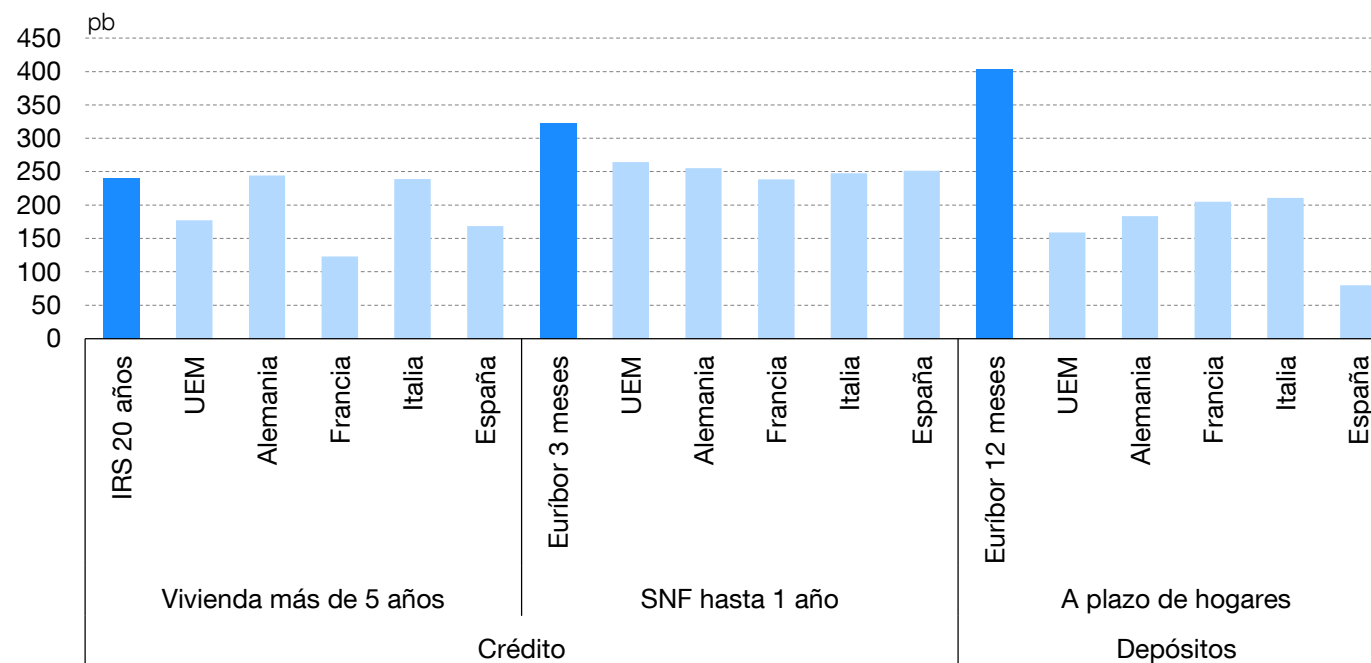
(b) No incluye crédito titulizado.



EL CANAL BANCARIO ESTÁ OPERANDO CON UNA NOTABLE HETEROGENEIDAD EN LOS PRINCIPALES PAISES DE LA UEM ...

- En particular, la **remuneración de los depósitos** ha aumentado de manera desigual, registrando en España el menor incremento entre los cuatro países más grandes de la UEM. En concreto, el incremento en España de la remuneración de los depósitos a plazo de los hogares es 79 pb inferior al de la UEM y apenas representa el 20% de la variación del euríbor a 12 meses
- Por el contrario, en los **préstamos a empresas** con revisión del tipo de interés hasta 1 año, que son los que predominan en este segmento, la transmisión de las subidas de los tipos de interés de referencia ha sido muy homogénea entre jurisdicciones

VARIACIÓN DEL COSTE DE LAS NUEVAS OPERACIONES Y DEL TIPO DE INTERÉS DE MERCADO ENTRE DICIEMBRE 2021 Y FEBRERO 2023 (a)



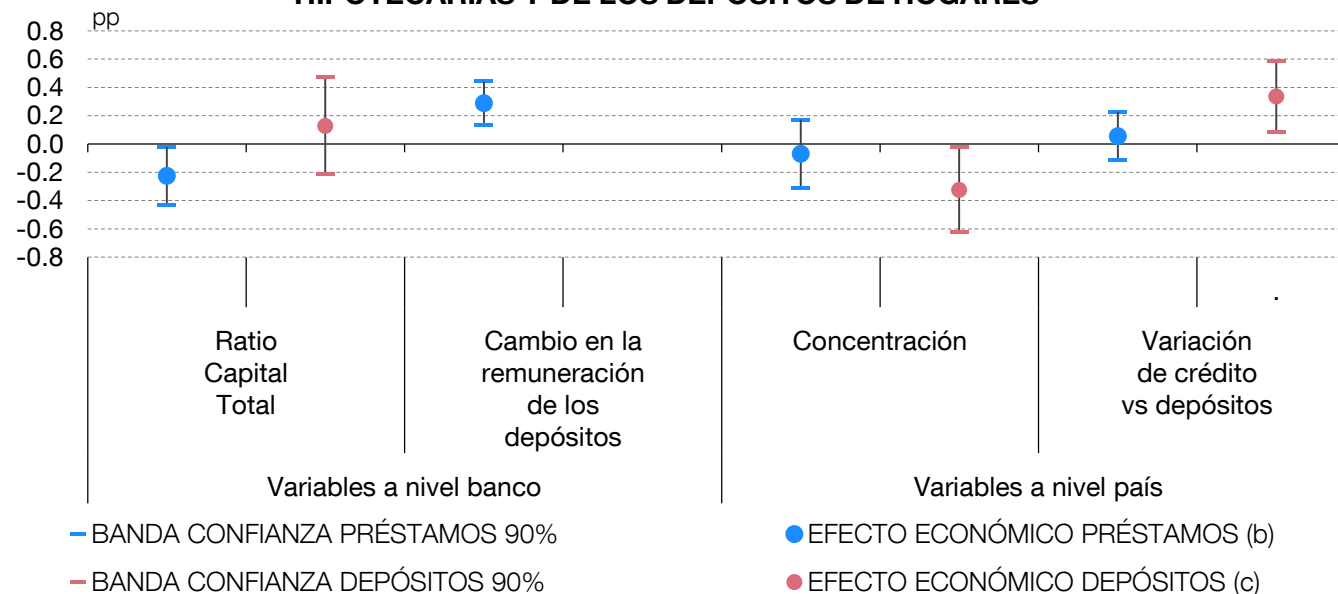
Fuentes: Banco de España, Banco Central Europeo y Refinitiv Datastream.

(a) Tipos efectivos definición restringida (TEDR) y ajustados por componente estacional e irregular. El plazo indica frecuencia con la que se revisa el tipo de interés del crédito formalizado.

... FENÓMENO QUE ESTARÍA CONDICIONADO POR LAS DISTINTAS CARACTERÍSTICAS DE LOS BANCOS Y DE LOS SISTEMAS BANCARIOS NACIONALES

- Los bancos cuyos costes de financiación se han elevado menos y que están mejor capitalizados han aumentado en menor medida los tipos de interés de las nuevas hipotecas concedidas
- Los bancos que operan en países donde existe una menor necesidad de financiación mediante depósitos para sostener la actividad crediticia y un mayor grado de concentración han incrementado más moderadamente la remuneración de los depósitos
- El aumento más moderado de la remuneración de los depósitos en España en comparación con la UEM se explicaría por la menor necesidad de los bancos de financiarse con depósitos y, en menor medida, por la mayor concentración del sistema bancario español

DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN EN LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS NUEVAS OPERACIONES HIPOTECARIAS Y DE LOS DEPÓSITOS DE HOGARES



Fuentes: Banco de España, Banco Central Europeo y Refinitiv Datastream.

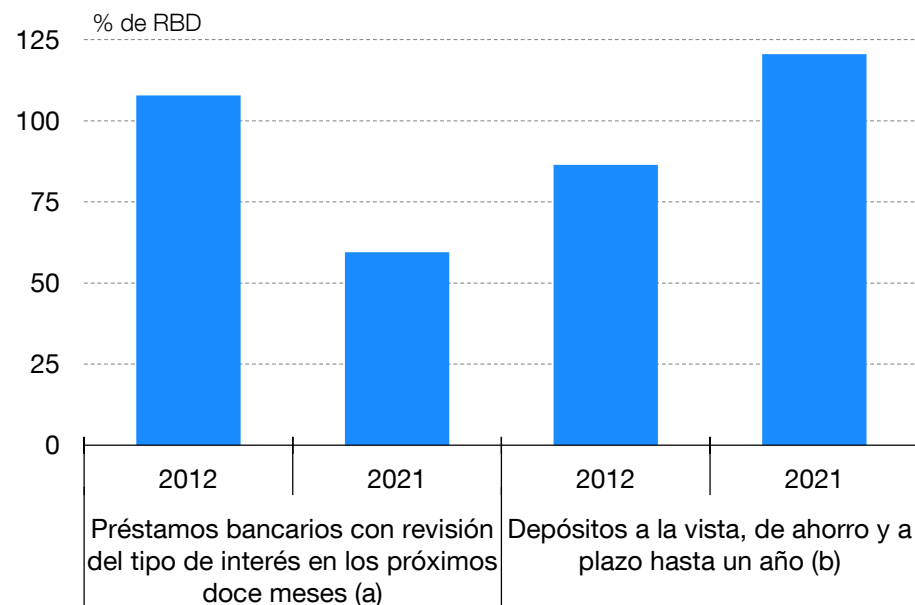
(b) Efecto económico derivado de un análisis de regresión a nivel banco en el que la variable dependiente es el cambio en el tipo de interés mensual medio de las nuevas operaciones de crédito hipotecario con revisión del tipo de interés a más de cinco años entre septiembre y diciembre de 2022 y la media de los mismos meses de 2021.

(c) Efecto económico derivado de un análisis de regresión a nivel banco en el que la variable dependiente es el cambio en la remuneración mensual media de los depósitos a plazo con vencimiento inferior a dos años entre septiembre y diciembre de 2022 y la media de los mismos meses de 2021.

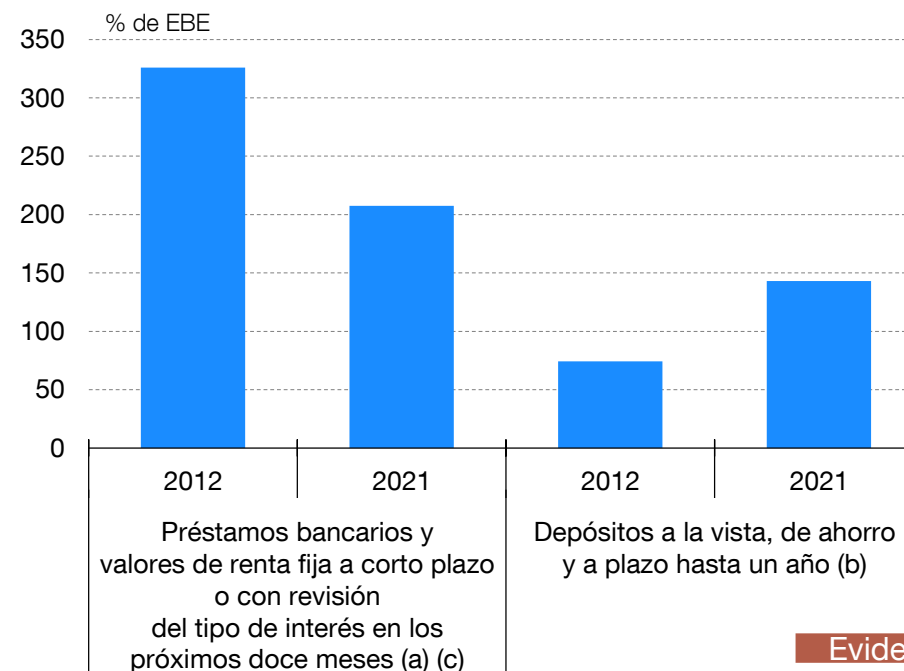
EN LOS ÚLTIMOS AÑOS, LOS CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN Y VOLUMEN DE LOS SALDOS DE ACTIVOS Y PASIVOS DE HOGARES Y EMPRESAS HAN DEBILITADO EL CANAL RENTA EN TÉRMINOS NETOS

- **Por la parte de los pasivos**, la menor exposición al incremento de los tipos de interés en el corto plazo se explica, fundamentalmente, por la disminución en el volumen de deuda (en términos de las rentas) y por la mayor proporción de esta que se encuentra a largo plazo y a tipos de interés fijos
- **Por la parte de los activos**, el canal renta positivo se ha fortalecido, principalmente, como consecuencia del aumento en el volumen de los depósitos

EXPOSICIÓN DE LOS HOGARES A VARIACIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS. ESPAÑA



EXPOSICIÓN DE LAS EMPRESAS A VARIACIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS. ESPAÑA



Evidencia UEM →

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

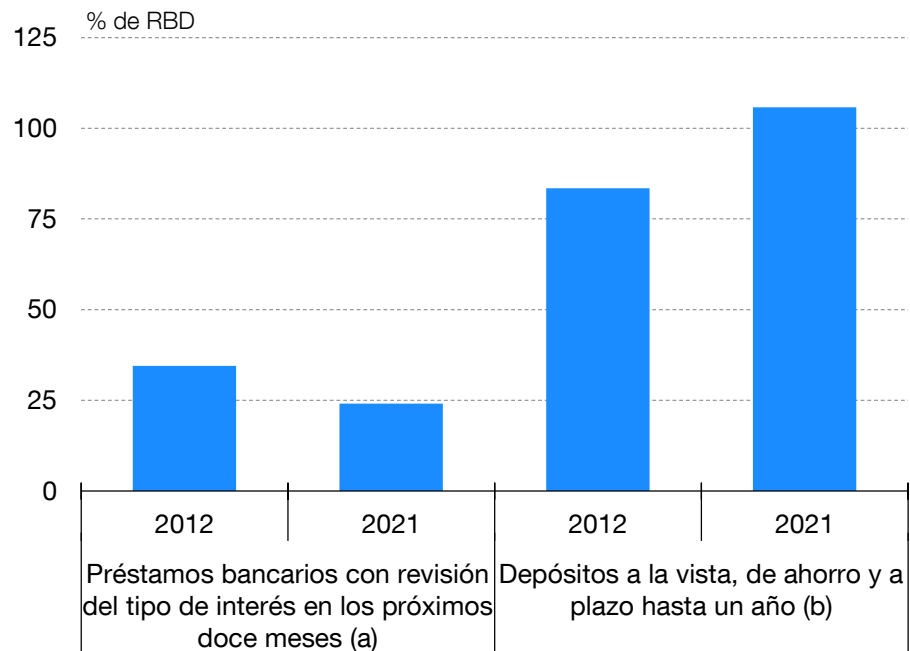
(a) Volumen de préstamos bancarios concedidos por entidades de crédito residentes cuyo tipo de interés se renueva en el año por la ratio del total préstamos bancarios sobre las rentas.

(b) Volumen de depósitos a la vista y a plazo hasta un año en entidades de crédito residentes por la ratio del total de depósitos bancarios sobre las rentas.

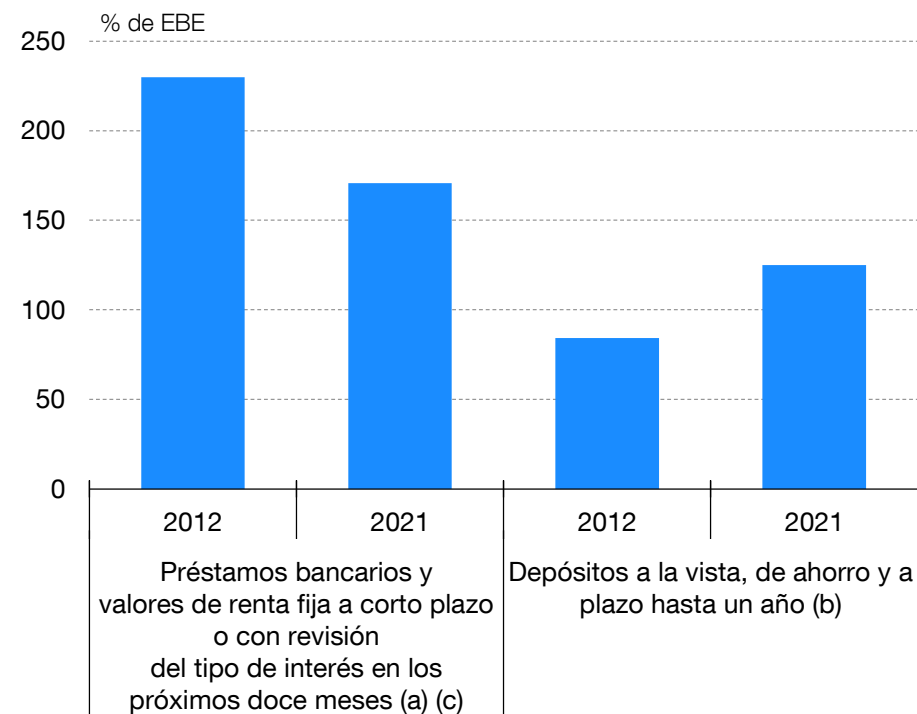
(c) En los préstamos bancarios concedidos por entidades de crédito residentes cuyo tipo de interés se renueva en el año se incluyen también todos aquellos con vencimiento residual hasta un año, dado que las empresas suelen renovar sus préstamos a corto plazo. La parte de renta fija incluye los valores con vencimiento original hasta un año y aquellos con vencimiento a largo plazo que se amortizarán en los próximos doce meses.

EN LA UEM, ESTOS MISMOS FACTORES TAMBIÉN HAN CONTRIBUIDO A DEBILITAR EL CANAL RENTA EN TÉRMINOS NETOS

EXPOSICIÓN DE LOS HOGARES A VARIACIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS. UEM



EXPOSICIÓN DE LAS EMPRESAS A VARIACIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS. UEM



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Volumen de préstamos bancarios concedidos por entidades de crédito residentes cuyo tipo de interés se renueva en el año por la ratio del total préstamos bancarios sobre las rentas.

(b) Volumen de depósitos a la vista y a plazo hasta un año en entidades de crédito residentes por la ratio del total de depósitos bancarios sobre las rentas.

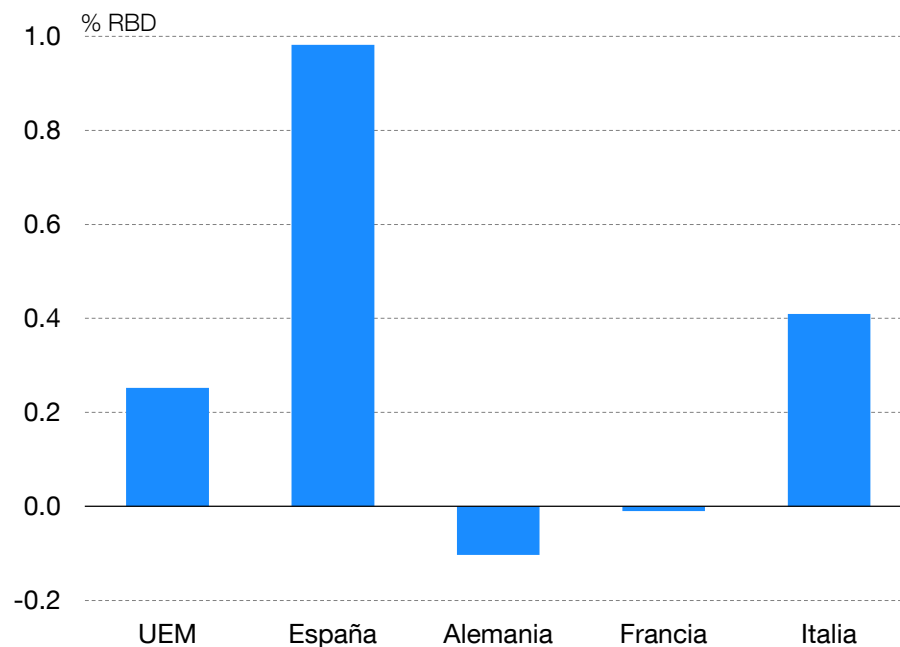
(c) En los préstamos bancarios concedidos por entidades de crédito residentes cuyo tipo de interés se renueva en el año se incluyen también todos aquellos con vencimiento residual hasta un año, dado que las empresas suelen renovar sus préstamos a corto plazo. La parte de renta fija incluye los valores con vencimiento original hasta un año y aquellos con vencimiento a largo plazo que se amortizarán en los próximos doce meses.



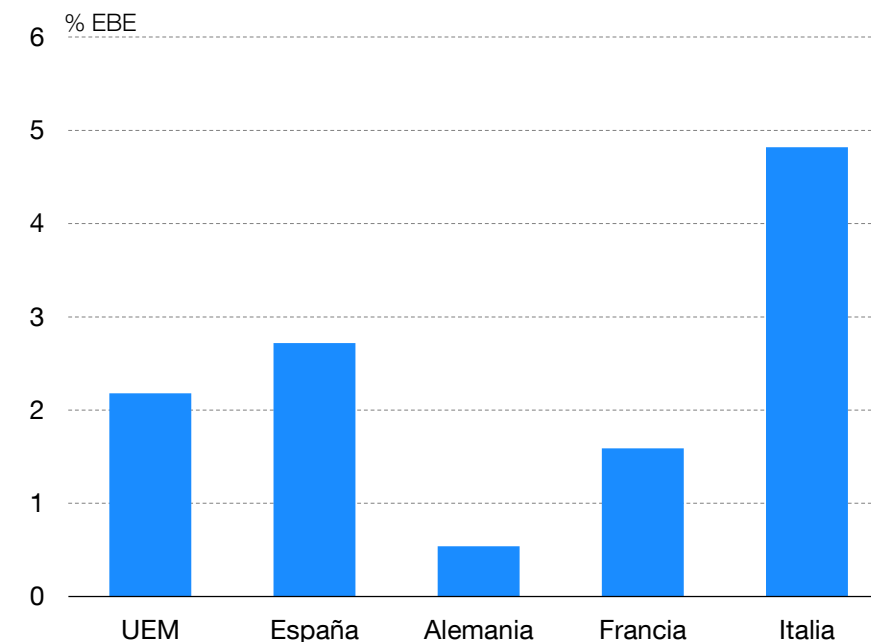
LAS RENTAS DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS DEL ÁREA DEL EURO Y DE ESPAÑA YA SE HAN EMPEZADO A VER AFECTADAS POR EL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS

Los efectos están siendo más intensos en España que en otras economías de la UEM como reflejo, fundamentalmente, del mayor peso en nuestro país de los préstamos a corto plazo (en el caso de las empresas) o a largo plazo y a tipo de interés variable (en el caso de las hipotecas)

VARIACIÓN DE LOS PAGOS NETOS POR INTERESES DE LOS HOGARES ENTRE DICIEMBRE DE 2021 Y FEBRERO 2023 (a)



VARIACIÓN DE LOS PAGOS NETOS POR INTERESES DE LAS EMPRESAS ENTRE DICIEMBRE DE 2021 Y FEBRERO DE 2023 (a)



Fuente: Banco Central Europeo.

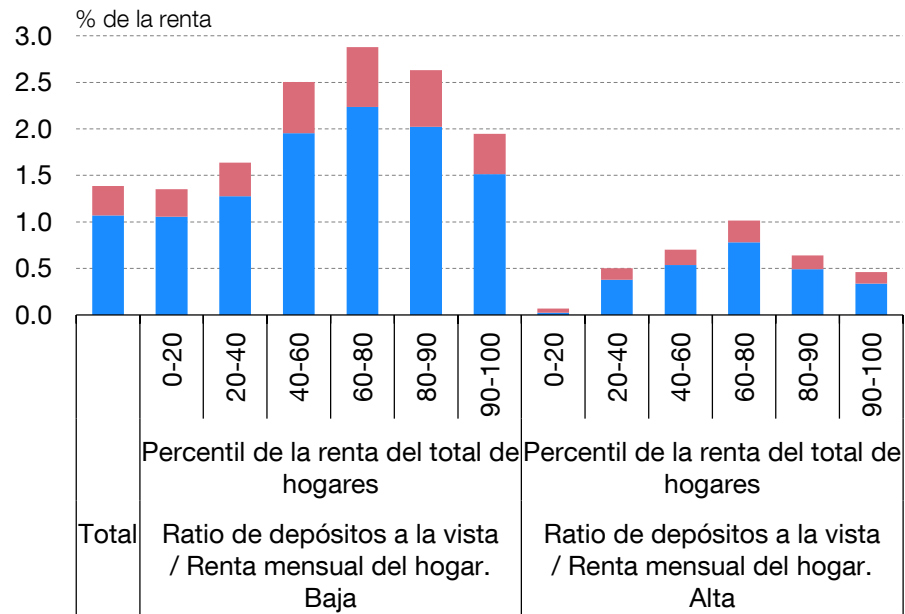
(a) Se calcula como la diferencia entre el aumento de los pagos por intereses de los préstamos bancarios y el aumento de los ingresos por intereses de los depósitos a la vista y a plazo (calculados sobre el stock de saldos bancarios al cierre de 2021) respecto a las rentas de 2021.



EL CANAL RENTA ES TAMBIÉN MUY HETEROGÉNEO DENTRO DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS EN NUESTRO PAÍS

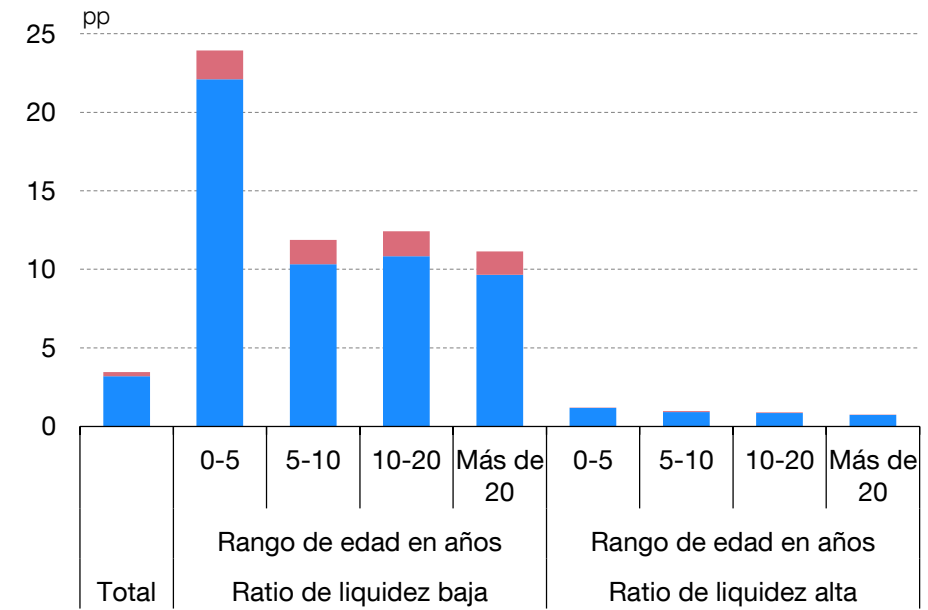
- Las familias y las empresas españolas más afectadas por las subidas de los tipos de interés son las que tienen menos activos líquidos. Dentro de las empresas con menores ratios de liquidez, las más jóvenes son las más afectadas
- Esta heterogeneidad contribuiría a amplificar el efecto adverso de la subida de los tipos de interés sobre el consumo y la inversión agregados

AUMENTO DEL GASTO FINANCIERO NETO DE LOS HOGARES ASOCIADO A LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS



■ IMPACTO DE UNA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS DE 400 PB A 500 PB
■ IMPACTO DE UNA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS EN 400 PB

AUMENTO ESTIMADO DE LA CARGA FINANCIERA MEDIANA POR LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS



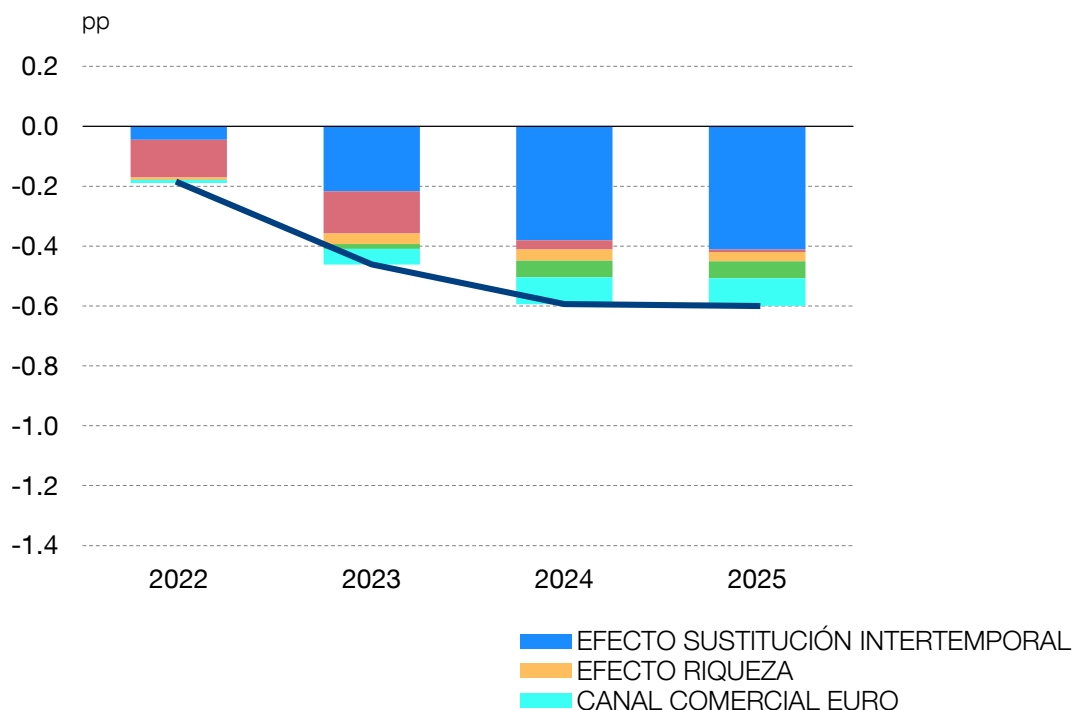
■ IMPACTO DE UNA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS DE 400 PB A 500 PB
■ IMPACTO DE UNA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS EN 400 PB



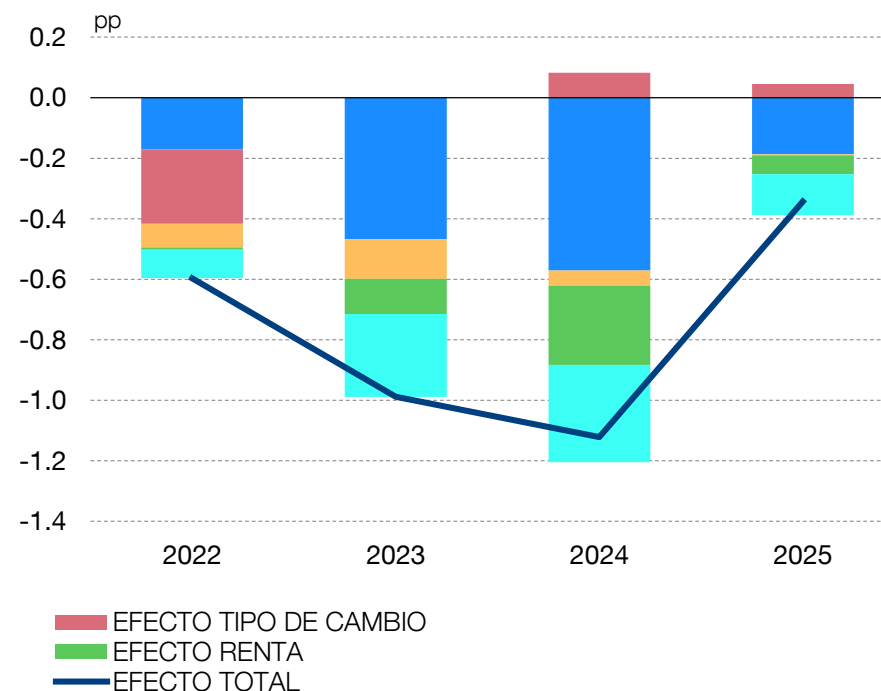
EL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA YA SE ESTARÍA TRANSMITIENDO A LA ACTIVIDAD E INFLACIÓN EN ESPAÑA, AUNQUE EL GRUESO DE LOS EFECTOS SE PERCIBIRÁ A PARTIR DE ESTE AÑO

Según el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), en un **escenario hipotético contrafactual** en el que los canales de transmisión de la política monetaria hubieran operado de acuerdo a las regularidades empíricas que se han observado históricamente y no se hubieran producido perturbaciones adicionales en ningún otro aspecto que condiciona el comportamiento de la economía, el endurecimiento de la política monetaria en los últimos trimestres habría reducido la inflación en España en 2022 en unos 0,2 pp

EFECTO SOBRE LA INFLACIÓN (IAPC) DE ESPAÑA



EFECTO SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB DE ESPAÑA

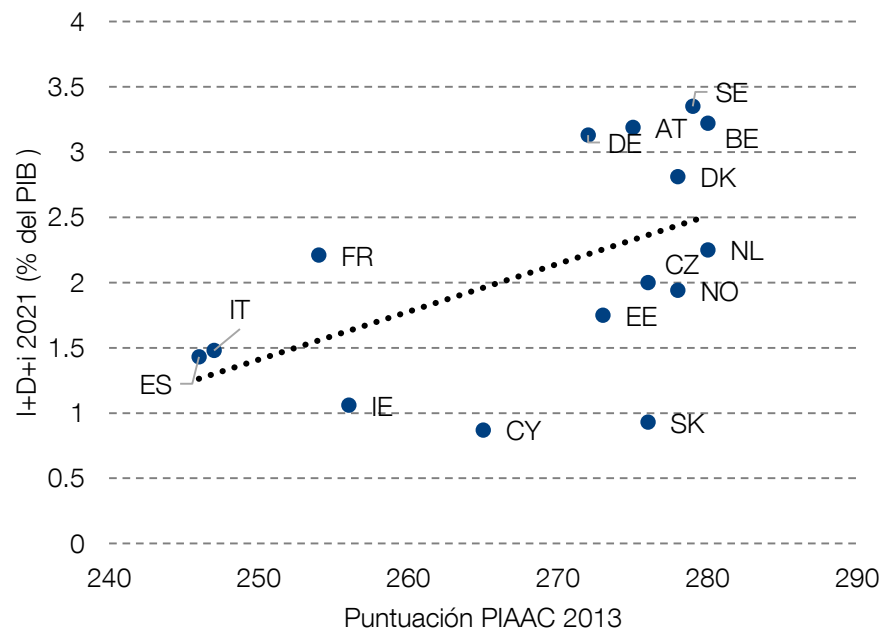


Fuente: Banco de España, estimación propia.

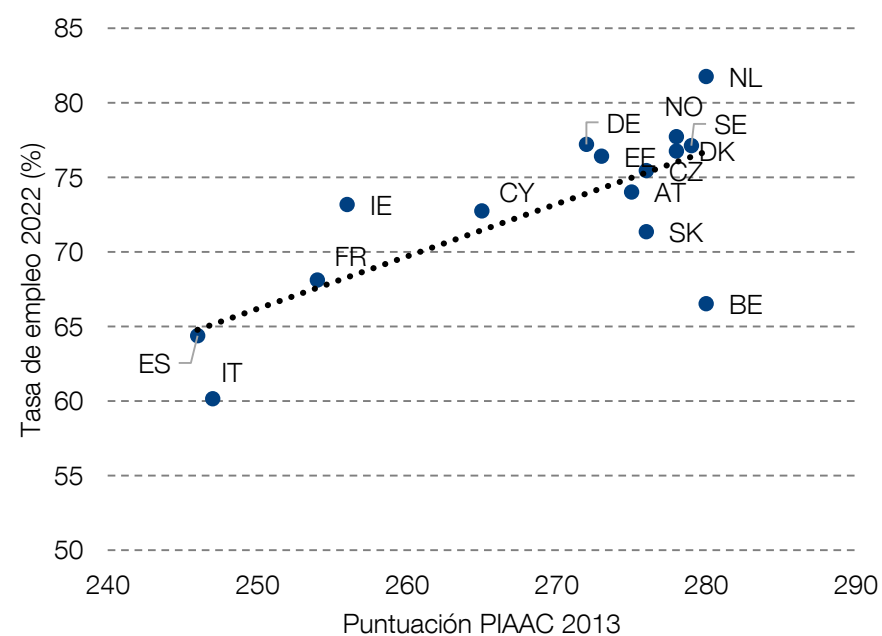


LA DOTACIÓN DE CAPITAL HUMANO DE UN PAÍS ES UN DETERMINANTE FUNDAMENTAL DE SU PRODUCTIVIDAD, DE SU CAPACIDAD PARA INNOVAR Y DE SU TASA DE EMPLEO

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



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



Fuentes: Eurostat y OCDE.

(a) Se incluyen los datos para los países de la UE que han participado en la prueba PIAAC 2013 de la OCDE.

(b) La tasa de empleo es del grupo de edad de 15 a 64 años.



EL PROFUNDO CAMBIO DEMOGRÁFICO EN EL QUE LA POBLACIÓN ESPAÑOLA ESTÁ INMERSA SUPONDRÁ, EN LAS PRÓXIMAS DÉCADAS, UN NOTABLE AUMENTO DEL GASTO EN PENSIONES

- ... También del **gasto en sanidad y en cuidados de larga duración**
- El análisis conjunto de los **principales cambios normativos introducidos en nuestro sistema de pensiones desde 2021** –si bien está sujeto a una elevada incertidumbre– apunta a que, previsiblemente, será necesario adoptar nuevas medidas a partir de 2025 para reforzar su sostenibilidad financiera
- Una fuente de incertidumbre adicional es el **posible impacto que las medidas de ingresos adoptadas en 2023 podrían tener sobre el empleo, los salarios y la competitividad de la economía española**
 - Un **ejercicio de simulación con el Modelo Trimestral de Banco de España (MTBE)** sugiere que un incremento de un punto porcentual en el tipo efectivo medio de las cotizaciones sociales podría generar, al cabo de cuatro años, una caída en el número de ocupados cercana al 0,25%
- Todo ello recomienda, especialmente teniendo en cuenta la relevancia de los cambios implementados, una **evaluación rigurosa, continua y transparente de la magnitud de sus efectos, incluyendo sus consecuencias sobre la equidad intergeneracional**

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

Descripción de la medida	Porcentaje del PIB en 2050			
	AIReF	MISSyM	Fedea	BdE
A. MEDIDAS POR EL LADO DE LOS INGRESOS				
Nuevo sistema de cotización de los trabajadores autónomos	0,5	0,4	0,8	0,5
Mecanismo de equidad intergeneracional	0,4	0,5	0,4	0,5
Aumento de la base máxima de cotización	0,4	0,5	0,4	0,3
Recargo sobre los salarios por encima de la base máxima	0,1	0,1	0,1	0,1
Mecanismo de ajuste automático	-	-	-	-
B. MEDIDAS POR EL LADO DE LOS GASTOS				
Revalorización de las pensiones con el IPC	2,7	2,7 ^(a)	2,7 ^(a)	2,7 ^(a)
Derogación del factor de sostenibilidad	0,8	0,8 ^(a)	0,8 ^(a)	0,8 ^(a)
Incentivos a postergar la edad de jubilación más allá de la edad legal	-0,8	-1,5	-0,1	-
Nuevo esquema de penalización a las jubilaciones anticipadas	0,0	0,0	0,0	0,0
Incremento de las pensiones de los autónomos	-	-	0,7	-
Aumento de la pensión máxima	-0,4	0,1	0,1	0,0
Modificación del período de cómputo de la base reguladora	0,0	0,2	0,2	-
Aumento de las pensiones mínimas	0,0	0,1	0,3 ^(b)	0,2
Medidas para la reducción de la brecha de género	-	-	-	-

Fuentes: AIReF (2023), Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, De la Fuente (2023a y 2023b) y Banco de España.

(a) Informe de Envejecimiento 2021.

(b) Incluye el aumento del complemento para la reducción de la brecha de género.

