

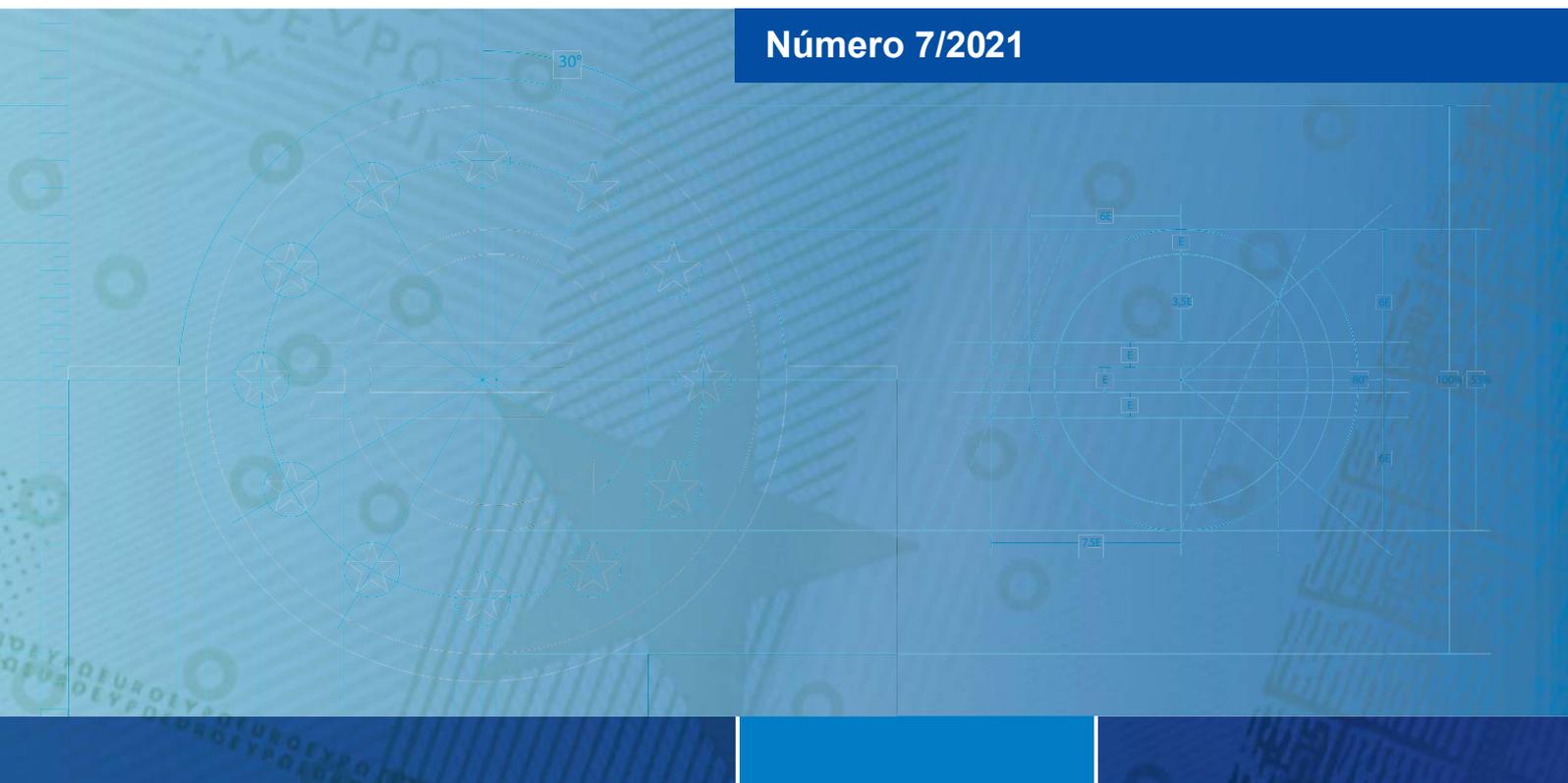


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 7/2021



Índice

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	11
3 Actividad económica	15
4 Precios y costes	21
5 Dinero y crédito	28
Recuadros	34
1 Las secuelas de la pandemia de COVID-19 en la economía mundial: revisión de la evidencia reciente	34
2 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	40
3 Evolución de la oferta de trabajo en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19	44
4 El impacto de la pandemia de COVID-19 en el crecimiento de la productividad del trabajo	52
5 Evolución económica y perspectivas de los servicios de la zona del euro que requieren interacción social	59
6 La recuperación de la demanda de vivienda según la encuesta sobre las expectativas de los consumidores	65
7 La prevalencia de la indexación salarial en el sector privado de la zona del euro y su posible influencia en el impacto de la inflación en los salarios	70
8 Resultados de una encuesta especial a expertos en previsión económica sobre la nueva estrategia de política monetaria del BCE	74
Artículos	81
1 La capacidad predictiva de los modelos de tipo de cambio de equilibrio	81
2 Principales factores determinantes de las tendencias de la productividad en los países de la zona del euro	85
3 El mercado de la vivienda de la zona del euro durante la pandemia de COVID-19	89

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

Actividad económica

La actividad económica continuó expandiéndose en todo el mundo, aunque a un ritmo notablemente más moderado, debido a una combinación de factores entre los que destaca la persistencia de cuellos de botella en la oferta. Los datos del índice de directores de compras correspondientes a agosto y septiembre de 2021 sugieren que el ritmo de crecimiento se moderó en las economías avanzadas — pese a que se mantuvo por encima de su media histórica —, mientras que, en las economías emergentes, fue más débil que en las primeras. Al mismo tiempo, en septiembre, los plazos de entrega de los proveedores permanecieron en máximos históricos a escala global, lo que obedece fundamentalmente a la fortaleza de la demanda. El avance del comercio mundial también siguió ralentizándose, aunque desde unas cotas aún elevadas. Las presiones inflacionistas continúan siendo intensas, como consecuencia del aumento de la tasa de variación de los precios de los alimentos y de la energía, lo que refleja el repunte con respecto a los bajos niveles de precios registrados inmediatamente después de la irrupción de la pandemia de coronavirus (COVID-19). La mayoría de estas presiones se consideran transitorias.

La economía de la zona del euro continuó recuperándose con fuerza en el tercer trimestre, aunque su dinamismo se moderó en cierta medida. Se espera que el producto exceda su nivel anterior a la pandemia antes del final del año. Los efectos de la pandemia sobre la economía se han debilitado visiblemente, y una proporción elevada de la población ya está vacunada. Ello está apoyando el gasto en consumo, especialmente en ocio, restauración, viajes y transportes. Pero la subida de los precios de la energía puede reducir el poder adquisitivo en los próximos meses.

La recuperación de la demanda interna y mundial también está apoyando la producción y la inversión empresarial. Con todo, la escasez de materiales, equipos y mano de obra está frenando la producción en el sector manufacturero. Los plazos de entrega se han alargado considerablemente y los costes de transporte y los precios de la energía han registrado fuertes incrementos. Estas limitaciones están ensombreciendo las perspectivas para los próximos trimestres. El mercado de trabajo sigue mejorando. El desempleo ha descendido y el número de personas acogidas a programas de mantenimiento del empleo se ha reducido significativamente desde el máximo del año pasado, lo que respalda la perspectiva de aumento de los ingresos y del gasto. Sin embargo, tanto la población activa

como las horas trabajadas en la economía continúan por debajo de sus niveles anteriores a la pandemia.

Para sostener la recuperación, una política fiscal bien enfocada y coordinada debe seguir complementando la política monetaria. Este apoyo también ayudará a la economía a adaptarse a los cambios estructurales que se están produciendo. Una implementación efectiva del programa *Next Generation EU* y del paquete «Objetivo 55» contribuirá a que la recuperación sea más sólida, más verde y más equilibrada en todos los países de la zona del euro.

Inflación

La inflación aumentó hasta el 3,4 % en septiembre y se prevé que siga creciendo este año. Sin embargo, pese a que la fase actual de inflación más elevada durará más de lo previsto inicialmente, se espera que descienda en el transcurso del próximo año. El repunte de la inflación refleja en gran medida una combinación de tres factores. En primer lugar, los precios de la energía —sobre todo del petróleo, el gas y la electricidad— se han incrementado notablemente. En septiembre, la tasa de variación del componente energético representó alrededor de la mitad de la inflación general. En segundo lugar, los precios también están subiendo porque la recuperación de la demanda asociada a la reapertura de la economía está superando a la oferta. Esta dinámica es especialmente visible en los precios de los servicios de consumo, así como en los de los bienes más afectados por la escasez de oferta. Y, por último, los efectos de base relacionados con la finalización de la reducción del IVA en Alemania siguen contribuyendo a que la inflación sea más alta. Se espera que la influencia de estos tres factores disminuya a lo largo de 2022 o que desaparezca del cálculo de la inflación interanual. Mientras continúe la recuperación, el retorno gradual de la economía a su plena capacidad apoyará un aumento de los salarios con el tiempo. Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han aproximado más al 2 %. Estos factores respaldarán la inflación subyacente y el retorno de la inflación al objetivo del BCE a medio plazo.

Evaluación de riesgos

La recuperación continúa dependiendo de la evolución de la pandemia y del mayor avance de las vacunaciones. El Consejo de Gobierno considera que los riesgos para las perspectivas económicas están, en general, equilibrados. A corto plazo, los cuellos de botella en la oferta y las subidas de los precios de la energía son los principales riesgos para el ritmo de recuperación y para las perspectivas de inflación. Si la escasez de oferta y los incrementos de los precios de la energía perduraran, la recuperación podría ralentizarse. Al mismo tiempo, las presiones sobre los precios podrían intensificarse si la prolongación de los cuellos de botella se tradujera en subidas salariales mayores de lo previsto o si la economía volviera a operar a plena capacidad con mayor rapidez. Sin embargo, la actividad económica

podría superar las actuales expectativas si la confianza de los consumidores aumentara y ahorraran menos de lo esperado actualmente.

Condiciones financieras y monetarias

El crecimiento y la evolución de la inflación a medio plazo siguen dependiendo de unas condiciones de financiación favorables en todos los sectores de la economía. Los tipos de interés de mercado han aumentado, pero las condiciones de financiación de la economía continúan siendo favorables, en particular porque los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares permanecen en mínimos históricos.

La pendiente de la curva *forward* del tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) aumentó considerablemente durante el período analizado, lo que reflejó, sobre todo, la revisión de las expectativas de los participantes en los mercados de una subida de los tipos de interés oficiales antes de lo previsto. Asimismo, los tipos de interés nominales libres de riesgo a largo plazo —así como los rendimientos de la deuda soberana— se incrementaron como consecuencia del notable aumento de la compensación por inflación. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y los diferenciales de los valores de renta fija privada prácticamente no variaron, mientras que las cotizaciones bancarias experimentaron un alza. El tipo de cambio efectivo del euro se depreció.

La creación de dinero en la zona del euro siguió normalizándose en septiembre de 2021, reflejo de la mejora de la situación de la pandemia y de las medidas de apoyo. Las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero.

El crédito a empresas, si bien registró un repunte en septiembre, se mantiene moderado, lo que sigue reflejando el hecho de que estas necesitan, por lo general, menos financiación externa, pues sus tenencias de efectivo son elevadas y sus beneficios no distribuidos, cada vez mayores. Los préstamos a hogares mantienen su vigor, impulsados por la demanda de préstamos hipotecarios. Los resultados de la encuesta más reciente sobre préstamos bancarios en la zona del euro muestran que las condiciones del crédito a las empresas se han estabilizado, sustentadas, por primera vez desde 2018, en una menor percepción de riesgos de las entidades de crédito. En cambio, las entidades están adoptando un enfoque ligeramente más cauto con respecto a los préstamos para adquisición de vivienda y han endurecido sus criterios de aprobación de esta modalidad de crédito. Los balances bancarios continúan viéndose respaldados por unas condiciones de financiación favorables y siguen siendo sólidos.

Decisiones de política monetaria

Con este trasfondo, en la reunión de política monetaria celebrada en octubre, el Consejo de Gobierno siguió considerando que pueden mantenerse unas

condiciones de financiación favorables con un ritmo de compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) ligeramente inferior al del segundo y tercer trimestre de este año.

El Consejo de Gobierno también ha confirmado sus otras medidas para apoyar el mandato de estabilidad de precios del BCE, es decir, el nivel de los tipos de interés oficiales del BCE, las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre su posible evolución futura, las compras del Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP), las políticas de reinversión del Consejo de Gobierno y sus operaciones de financiación a plazo más largo.

Asimismo, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos, según proceda, para asegurar que la inflación se establezca en el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo.

Entorno exterior

La actividad económica está desacelerándose en todo el mundo, debido a una combinación de factores entre los que destaca la persistencia de cuellos de botella en la oferta. Los datos del índice de directores de compras correspondientes a agosto y septiembre sugieren que el ritmo de crecimiento se moderó en las economías avanzadas —pese a que se mantuvo por encima de su media histórica—, mientras que, en las economías emergentes, fue más débil que en las primeras. Al mismo tiempo, en septiembre, los plazos de entrega de los proveedores permanecieron en máximos históricos a escala global, lo que obedeció fundamentalmente a la fortaleza de la demanda, pero también a las persistentes restricciones de oferta. El avance del comercio mundial también siguió ralentizándose, aunque desde unas cotas aún elevadas. Las presiones inflacionistas continúan siendo intensas, como consecuencia del aumento de la tasa de variación de los precios de los alimentos y de la energía, lo que refleja el repunte con respecto a los bajos niveles de precios registrados inmediatamente después de la irrupción de la pandemia de coronavirus (COVID-19). La mayoría de estas presiones se consideran transitorias.

La actividad económica global se está desacelerando, debido a una combinación de factores entre los que destaca la persistencia de cuellos de botella en la oferta. La moderación del ritmo de crecimiento refleja, en parte, una normalización tras el repunte pos-COVID-19 a medida que desaparecen los efectos de base y de las reaperturas, y se reducen los estímulos. Al mismo tiempo, en algunas economías importantes, factores idiosincrásicos adversos —como repuntes de los contagios, escasez de mano de obra y ralentización del sector inmobiliario— comportan crecientes riesgos a la baja para las perspectivas. Estos riesgos se ven reforzados por las disrupciones generalizadas en las cadenas de suministro. En el recuadro 1 se presenta una valoración de las secuelas de la pandemia a escala mundial, y se llega a la conclusión de que el nivel del producto potencial global ha disminuido durante la pandemia, aunque menos que en el período de la Gran Recesión, y principalmente como consecuencia de factores temporales.

La pérdida de dinamismo de la recuperación global se refleja en los indicadores de opinión. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad confirmó la ralentización del ritmo de crecimiento en las economías avanzadas en agosto y septiembre (gráfico 1), aunque se mantuvo bastante por encima de su media histórica. En las economías emergentes, este ritmo continuó siendo más moderado que en las avanzadas, en especial en las manufacturas. En concreto, la producción industrial siguió perdiendo impulso en los países avanzados en julio, mientras que en los emergentes se contrajo por tercer mes consecutivo.

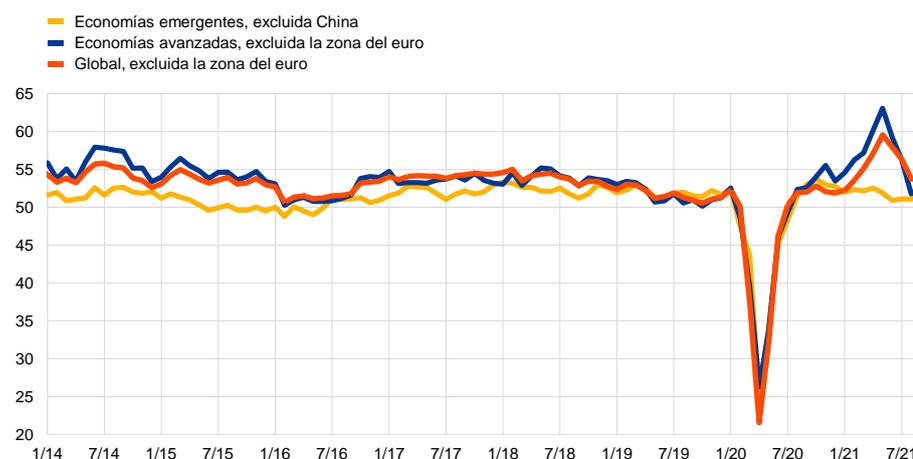
No se observan indicios de normalización de los cuellos de botella en la oferta. Los plazos de entrega de los proveedores siguieron registrando máximos históricos en septiembre en todo el mundo. De acuerdo con estimaciones internas, dos terceras partes del alargamiento de estos plazos tienen su origen en factores de

demanda. Las restricciones de oferta están resultando ser bastante persistentes, ya que los cuellos de botella preexistentes, como la escasez de semiconductores, se están viendo agravados por otros factores, en concreto, por las tensiones globales en los mercados energéticos, por la creciente escasez de mano de obra y, en algunas regiones, por disrupciones relacionadas con la pandemia, como cierres de fábricas y de puertos.

Gráfico 1

PMI compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad

(Índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

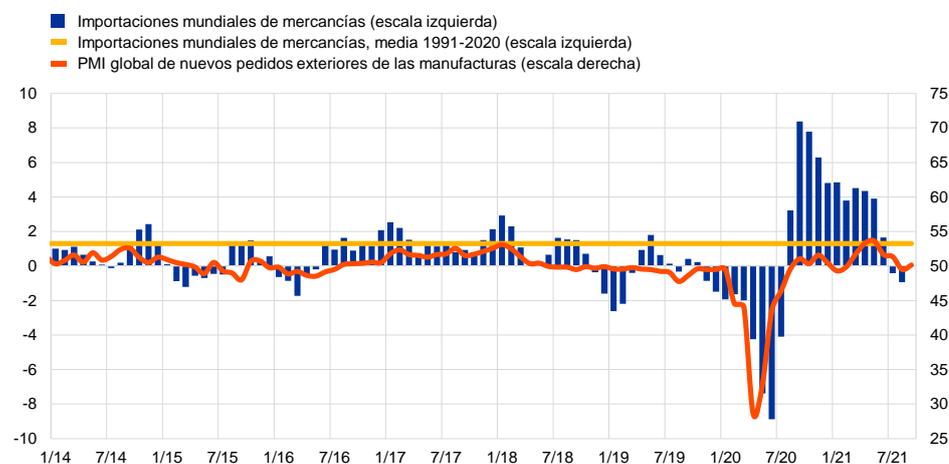
Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021.

El crecimiento del comercio mundial continúa moderándose, aunque desde niveles aún elevados. Pese a que las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) de mercancías en términos reales se mantuvieron por encima de los niveles anteriores a la pandemia y repuntaron ligeramente en agosto, el ritmo de avance del comercio (medido en términos intertrimestrales) permaneció en terreno negativo (gráfico 2). El volumen del comercio de mercancías ha disminuido desde el máximo registrado en marzo. La moderación de la actividad comercial mundial se ve confirmada por el PMI global de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas, que en el tercer trimestre se situó, en promedio, justo por encima del umbral de expansión. Al mismo tiempo, nuevos datos publicados por la Organización Mundial del Comercio (OMC) apuntan a un aumento sostenido de los intercambios de servicios comerciales en el segundo trimestre, si bien se mantienen 20 puntos porcentuales por debajo de su nivel previo a la pandemia.

Gráfico 2

Encuestas y comercio mundial (excluida la zona del euro) de bienes

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índices de difusión)



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021 (importaciones mundiales de mercancías) y a septiembre de 2021 (PMI).

Las presiones inflacionistas globales continúan siendo elevadas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo (IPC) se incrementó marginalmente en agosto y se situó en el 4,3 %, debido al aumento de la tasa de variación de los precios de los alimentos y de la energía, lo que todavía reflejó el repunte con respecto a los bajos niveles de precios registrados después de la irrupción del COVID-19. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable, en el 3,1 %, sin variación desde junio. Se sigue considerando que la mayor parte de las presiones inflacionistas son temporales. Con todo, las expectativas de inflación para 2022 experimentaron un ligero aumento en las economías avanzadas en septiembre. Al mismo tiempo, los precios de los bienes intermedios y de producción obtenidos de los PMI relativos a las economías avanzadas permanecieron próximos a máximos históricos, en un contexto de tarifas de flete récord, mientras que las presiones inflacionistas se incrementaron de nuevo en las economías emergentes.

Los precios del petróleo aumentaron, debido a factores tanto de demanda como de oferta. Desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, estos precios se han incrementado hasta situarse bastante por encima de los niveles previos a la pandemia, impulsados por la recuperación económica global en curso y la sustitución del gas por el petróleo ante los elevados precios del gas. Por el lado de la oferta, los países que integran la OPEP+ no cumplieron sus objetivos en agosto y septiembre, principalmente como consecuencia de problemas de capacidad en Nigeria y Angola. Asimismo, en su reunión de octubre, esta alianza indicó que se atendería al plan vigente y no cedió a los llamamientos para incrementar adicionalmente sus objetivos de producción con el fin de estabilizar los precios de la energía. En Estados Unidos, la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) se ha recuperado con lentitud y el suministro se vio nuevamente interrumpido por el huracán Ida. Los precios de los alimentos y de los metales también han subido desde la última reunión del Consejo de Gobierno, y los

mayores costes de los bienes intermedios energéticos han sustentado de manera destacada los precios del cobre y el aluminio.

En Estados Unidos, la recuperación económica se está desacelerando, debido a las interrupciones en las cadenas de suministro y a la propagación de la variante delta. El aumento de los contagios por COVID-19 a principios del tercer trimestre derivó en un fuerte retroceso de la confianza de los consumidores y en una caída del gasto, en especial en los sectores vulnerables. Además, la renta real disponible de los hogares se redujo en agosto porque las prestaciones por desempleo retrocedieron a los niveles anteriores al COVID-19. Se prevé que estos dos factores, junto con los actuales problemas en las cadenas de suministro, lastren la actividad en la segunda mitad del año. La tasa de inflación general interanual medida por el IPC se mantuvo elevada en septiembre, en el 5,4 %, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, permaneció invariable en el 4 %. En términos intermensuales, la inflación se incrementó en septiembre tras disminuir en agosto. Las interrupciones en las cadenas de suministro constituyen un riesgo al alza para la inflación futura. Con todo, si bien las expectativas de inflación a corto plazo de los hogares han aumentado recientemente, a más largo plazo se han mantenido firmemente ancladas hasta el momento.

En el Reino Unido, la economía se está desacelerando tras el fuerte repunte registrado en el segundo trimestre de 2021. El PIB de este país se recuperó con intensidad y avanzó un 5,5 % en el segundo trimestre de 2021, lo que también reflejó la mejora de la balanza comercial. No obstante, la propagación de la variante delta, unida a la escasez de mano de obra y a interrupciones más generalizadas por el lado de la oferta, hicieron que la tasa de crecimiento intermensual se moderara hasta el 0,4 % en agosto. Las ventas del comercio minorista y la confianza de las empresas y los consumidores también señalan una ralentización en el tercer trimestre. La inflación interanual medida por el IPC del Reino Unido, que es la tasa de inflación objetivo del Banco de Inglaterra, cayó hasta situarse en el 3,1 % en septiembre, mientras que la inflación subyacente medida por el IPC descendió hasta el 2,9 %. El retroceso de la inflación general interanual en septiembre fue atribuible principalmente a la menor contribución de los precios de los restaurantes y los hoteles, que se vio solo parcialmente compensada por la subida de los precios del transporte.

En Japón ya no se espera que la recuperación se intensifique hasta fechas más próximas al final del año, en un contexto de factores adversos con origen en la persistencia de cuellos de botella en la oferta. El aumento de los contagios a principios del verano y la prórroga del último estado de emergencia afectaron a la movilidad y al consumo en agosto. Como el número de contagios ha ido disminuyendo de manera sostenida, se espera que el consumo repunte en cierta medida en septiembre, como señalan los indicadores de opinión más recientes. En consecuencia, se prevé que la economía evolucione hacia una recuperación más amplia para el final del año. La inflación general interanual volvió a situarse en terreno positivo en septiembre (0,2 %), en parte como consecuencia de la mayor contribución de los precios de la energía y de la subida de los de los alimentos. Con

todo, la inflación subyacente experimentó un descenso marginal en septiembre, hasta el $-0,8\%$.

En China, el PIB se desaceleró en el tercer trimestre. En ese período, la actividad económica avanzó un $0,2\%$ en tasa intertrimestral ($4,9\%$ en términos interanuales), frente al $1,2\%$ del trimestre anterior. La ralentización del ritmo de crecimiento está relacionada con el brote de COVID-19, con los problemas de suministro eléctrico y con la moderación del sector inmobiliario. Los indicadores mensuales correspondientes a septiembre apuntan a un repunte gradual de las ventas del comercio minorista desde julio. En cambio, la producción industrial y la inversión siguieron perdiendo impulso. El aumento de las incertidumbres relacionadas con la actividad del sector inmobiliario y las carencias energéticas están incrementando los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento a corto plazo. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el $0,7\%$ en septiembre —lo que señala una inflación moderada—, debido principalmente a efectos de base y a la deflación en curso de los precios de los alimentos en un contexto de normalización de los precios de la carne de porcino. Por el contrario, la inflación interanual medida por el índice de precios industriales aumentó hasta situarse en el $10,7\%$, la tasa más alta observada en aproximadamente 25 años, sobre todo como resultado de las fuertes subidas de los precios en sectores con un uso intensivo del carbón y de otras fuentes de energía.

2 Evolución financiera

Con el trasfondo de las crecientes presiones inflacionistas como factor dominante en los mercados financieros durante el período de referencia, la pendiente de la curva forward del tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) aumentó de forma significativa, lo que reflejó, sobre todo, el hecho de que los participantes en los mercados descontaran una subida de los tipos de interés oficiales antes de lo previsto. Asimismo, los tipos de interés nominales libres de riesgo a largo plazo —y, con ellos, los rendimientos de la deuda soberana— se incrementaron como consecuencia de un aumento notable de la compensación por inflación. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y los diferenciales de los valores de renta fija privada prácticamente no variaron durante el período analizado, mientras que las cotizaciones bancarias experimentaron un alza. El tipo de cambio efectivo del euro se depreció.

El tipo de interés de referencia (€STR) y el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situaron, en promedio, en -57 y -49 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado (del 9 de septiembre al 27 de octubre de 2021)¹. El exceso de liquidez aumentó en unos 20 mm de euros y se situó en torno a los 4.424 mm de euros, reflejo, principalmente, de las adquisiciones de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como de los 97,57 mm de euros adjudicados en la novena operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés). No obstante, el avance del exceso de liquidez se vio limitado de forma considerable por los reembolsos anticipados por importe de 79,24 mm de euros de la financiación obtenida en TLTRO III anteriores y por la disminución neta de otros activos por valor de unos 107 mm de euros durante el período analizado.

La pendiente de la curva forward del €STR aumentó de forma significativa, ya que los participantes en el mercado descontaron una subida de los tipos de interés oficiales antes de lo previsto en respuesta a las crecientes presiones inflacionistas a corto plazo. De la curva forward se desprende que el €STR permanecerá en su cota actual (-57 puntos básicos) hasta junio de 2022 y que posteriormente se elevará y alcanzará los 26 puntos básicos al final de 2027. Como consecuencia del sustancial incremento de los indicadores de mercado de la compensación por inflación, el momento en el que el €STR superará su nivel actual en 10 puntos básicos, como se ha reflejado en la curva forward, se ha desplazado de principios de 2024 a finales de 2022, y en la actualidad se sitúa más de un año antes que al principio del período de referencia.

¹ La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019; desde entonces se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019. El eonia dejará de utilizarse el 3 de enero de 2022.

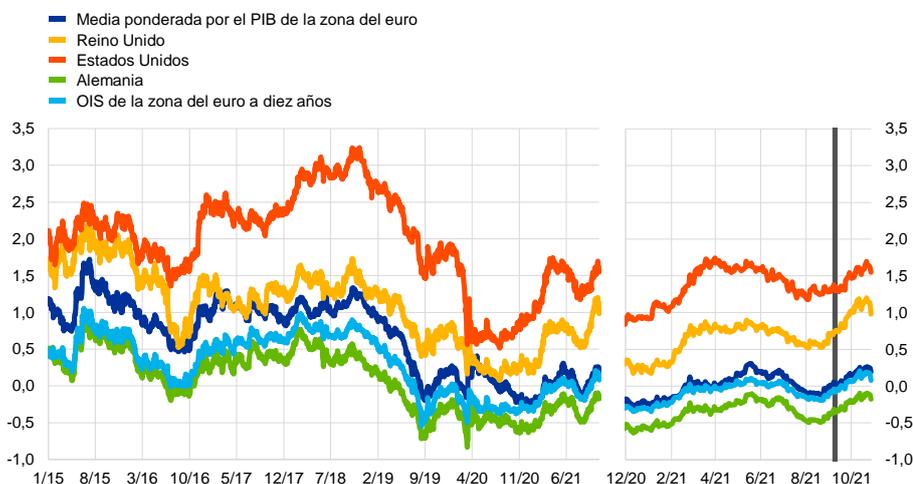
En general, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo reflejaron la evolución de los tipos de interés nominales libres de riesgo (gráfico 3).

Durante el período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el de la deuda soberana de Alemania al mismo plazo se incrementaron en 20 y 19 puntos básicos, hasta situarse en el 0,2 % y el -0,18 %, respectivamente, mientras que los de España y Portugal aumentaron 16 y 18 puntos básicos, respectivamente. En general, estos ascensos fueron reflejo de la evolución de los tipos libres de riesgo a largo plazo, y el tipo *swap* del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) nominal a diez años registró un alza de 16 puntos básicos, hasta el 0,08 %. En ese mismo período, los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos se elevaron 25 puntos básicos y se situaron en el 1,55 %, mientras que los del Reino Unido se ampliaron en 24 puntos básicos, hasta el 0,98 %. El crecimiento marginalmente menor de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro en comparación con los de estas dos economías puede atribuirse a que los participantes en el mercado han descontado que el proceso de normalización de la política monetaria se iniciará antes en Estados Unidos y el Reino Unido que en la zona del euro. Los mercados de renta fija de la zona del euro absorbieron con fluidez la subasta de la primera emisión de bonos verdes llevada a cabo con éxito en el marco del programa *Next Generation EU*, la mayor emisión de este tipo de bonos registrada hasta la fecha.

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de septiembre de 2021). La última observación corresponde al 27 de octubre de 2021.

Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos OIS aumentaron ligeramente. El diferencial de la deuda soberana a diez años de Alemania pasó a ser algo menos negativo, y al final del período de referencia se situó en el -0,25 %. Los diferenciales de la deuda soberana francesa e italiana al mismo plazo con respecto al tipo OIS correspondiente se ampliaron en 4 y 6 puntos básicos, hasta el 0,09 % y el 0,82 %, respectivamente. En conjunto, las variaciones de los distintos diferenciales

soberanos en relación con los tipos de interés libres de riesgo fueron limitadas, como también se reflejó en el diferencial soberano a diez años agregado de la zona del euro ponderado por el PIB, que experimentó un alza de 4 puntos básicos y se situó en el 0,12 %. Esta métrica permanece próxima a los niveles muy bajos observados al principio del período analizado y sustancialmente por debajo de los registrados antes del comienzo de la crisis del coronavirus (COVID-19).

Los precios de las acciones de las sociedades no financieras apenas variaron durante el período de referencia, mientras que las cotizaciones del sector bancario registraron fuertes ganancias. El impacto negativo de la subida de los tipos de descuento sobre los precios de las acciones se vio contrarrestado por la mejora de las expectativas de crecimiento de los beneficios, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras permanecieron prácticamente inalterados y en niveles próximos a máximos históricos. Aunque el incremento de los tipos de descuento afectó a las cotizaciones más en general, las del sector bancario subieron un 6 % en la zona del euro y un 12 % en Estados Unidos. Durante la segunda quincena de septiembre, el efecto del posible impago del promotor inmobiliario chino Evergrande lastró los mercados internacionales de capitales, como quedó reflejado en un aumento transitorio de la volatilidad de los precios, pero posteriormente se consideró que las autoridades chinas habían contenido suficientemente este riesgo.

Los diferenciales de los valores de renta fija del sector financiero y de las sociedades no financieras apenas variaron durante el período de referencia, y se mantuvieron por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de estos dos sectores (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se situaron en 49 y 39 puntos básicos, respectivamente, al final del período de referencia, muy por debajo de los niveles previos a la pandemia. En general, parece que los inversores y las agencias de calificación siguen siendo optimistas sobre las perspectivas de rentabilidad y crediticias de las empresas de la zona del euro.

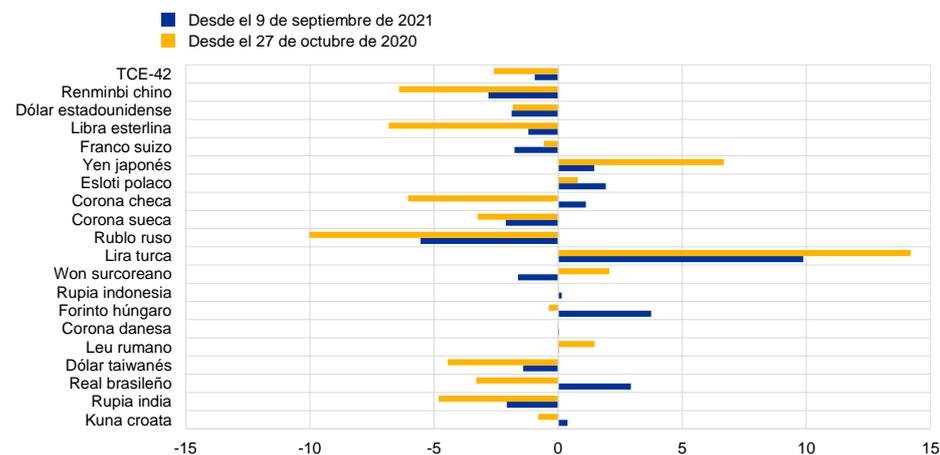
En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció (gráfico 4), como resultado de una pérdida generalizada de valor frente a varias de las principales monedas. Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 0,9 %. El euro perdió valor frente al dólar estadounidense (1,8 %), con lo que continuó su reciente tendencia a la baja y reflejó las expectativas de los mercados de una normalización más rápida de la política monetaria en Estados Unidos que en la zona del euro. El euro también se debilitó frente a otras de las principales monedas, como el renminbi chino (2,8 %), el franco suizo (1,8 %) y la libra esterlina (1,2 %), y registró una depreciación acusada (5,5 %) frente al rublo ruso, que mostró una fortaleza generalizada en el contexto de la reciente subida de los precios energéticos. En el mismo período, el euro se apreció de forma significativa frente a la lira turca (9,9 %) y el real brasileño (2,9 %) en un entorno de volatilidad generalizada de estas monedas últimamente. El euro también continuó apreciándose frente a las monedas de varios de los Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes a la zona

del euro, entre ellas el forinto húngaro (3,8 %), el esloti polaco (1,9 %) y la corona checa (1,1 %).

Gráfico 4

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a una selección de monedas

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 27 de octubre de 2021.

3 Actividad económica

La actividad económica de la zona del euro continuó su senda de recuperación en el tercer trimestre de 2021, tras crecer un 2,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. El levantamiento de las restricciones relacionadas con la pandemia, las elevadas tasas de vacunación y el menor temor al contagio permitieron que los servicios de mercado que requieren interacción social y el turismo repuntaran con fuerza en los meses de verano. Al mismo tiempo, la producción de las manufacturas se ha seguido viendo frenada por la escasez de materiales, equipos y mano de obra, así como por el incremento de los costes del transporte y de los precios de la energía.

Se espera que el crecimiento del producto mantenga su dinamismo en los próximos meses, si bien a un ritmo más lento hacia finales de año. El gasto en consumo —en particular en servicios— continúa recuperándose y la confianza de los consumidores es elevada, aunque el impacto de la subida de los precios del petróleo puede reducir el poder adquisitivo de los hogares. Al mismo tiempo, el mercado de trabajo sigue mejorando, lo que respalda la perspectiva de aumento de los ingresos y del gasto. Además, la recuperación de la demanda interna y mundial está impulsando la inversión empresarial, pero las restricciones de oferta siguen lastrando la producción y el comercio, especialmente en el sector de bienes de equipo.

Para sostener la recuperación, una política fiscal bien enfocada y coordinada debe seguir complementando la política monetaria. Este apoyo también ayudará a la economía a adaptarse a los cambios estructurales que se están produciendo. Una implementación efectiva del programa Next Generation EU y del paquete «Objetivo 55» contribuirá a que la recuperación sea más sólida, más verde y más equilibrada en todos los países de la zona del euro.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Con todo, las incertidumbres relacionadas con la pandemia continúan siendo elevadas. El ritmo de la recuperación podría verse ralentizado por los riesgos a la baja relacionados con los cuellos de botella en la oferta y la subida de los precios de la energía. Sin embargo, un desahorro mayor de lo esperado por parte de los consumidores podría dar lugar a una expansión más vigorosa de lo previsto en la actualidad.

Tras dos trimestres de caída del producto, el PIB real de la zona del euro experimentó un repunte en el segundo trimestre de 2021 y se estima que siguió creciendo en el tercero². En el segundo trimestre, la actividad económica repuntó y el PIB registró un crecimiento intertrimestral del 2,1 %. Este resultado compensó con creces la caída acumulada —el 0,7 %— en los dos trimestres anteriores. Con todo, el PIB todavía se situaba un 2,7 % por debajo del máximo previo a la pandemia, observado a finales de 2019 (gráfico 5). La desagregación del

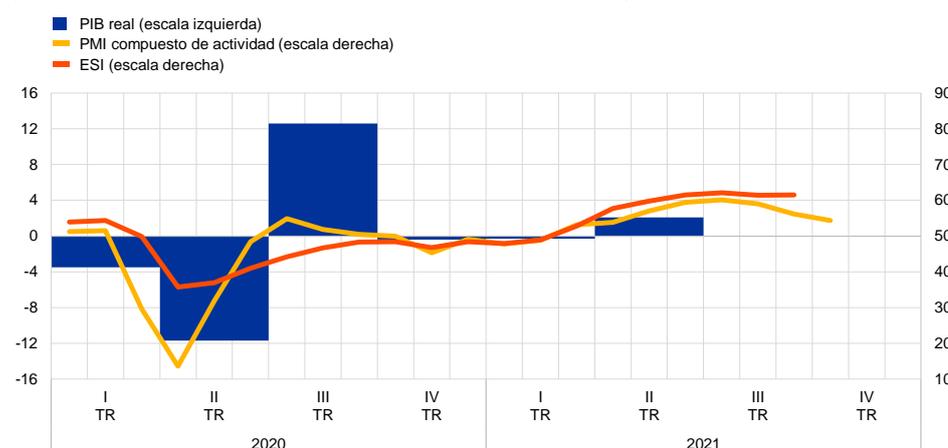
² El PIB real creció un 2,2 % en el tercer trimestre, según la estimación de avance de Eurostat publicada tras la reunión del Consejo de Gobierno, el 28 de octubre. Esta estimación está básicamente en consonancia con las [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021](#).

gasto muestra que la demanda interna fue el factor que más contribuyó al crecimiento, junto con una pequeña aportación positiva de la demanda exterior neta. Al mismo tiempo, en el segundo trimestre, la contribución de la variación de existencias al crecimiento fue negativa, después de dos trimestres de aportaciones muy positivas. El aumento de la actividad en dicho trimestre fue generalizado en los distintos países.

Gráfico 5

PIB real de la zona del euro, PMI compuesto de actividad y ESI

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés). Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021 para el PIB real, a septiembre de 2021 para el ESI y a octubre de 2021 para el PMI.

La información cuantitativa, junto con los resultados de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia, apuntan a la continuación del intenso crecimiento del PIB en el tercer trimestre de este año y a su moderación en el cuarto. Este resultado reflejaría el aumento de las tasas de vacunación y el descenso de las tasas de contagio en el tercer trimestre, lo que permitió la relajación de las medidas de contención. Es probable que la expansión en el citado trimestre se viera impulsada, sobre todo, por los servicios, dado que los cuellos de botella en la oferta siguieron afectando a parte del sector manufacturero. Estos cuellos de botella, unidos a la escasez de mano de obra, probablemente frenen el avance del producto hacia finales de año, mientras que cualquier efecto compensador de los servicios podría ser menos pronunciado porque el cuarto trimestre suele ser un período de menor actividad turística. En el [recuadro 5](#) se presenta un análisis más detallado del papel de los servicios que requieren interacción social en la recuperación. Las empresas que operan en el sector no financiero corroboran, en líneas generales, esta narrativa global sobre las perspectivas a corto plazo (véase [recuadro 2](#)).

En cuanto a los datos mensuales más recientes, la producción industrial disminuyó un 1,6 %, en tasa intermensual, en agosto, tras un avance de magnitud similar en julio. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad, más actualizado, aumentó hasta situarse en 58,4 en el tercer trimestre de

2021 —desde un valor de 56,8 en el segundo—, lo que reflejó el descenso de la producción de las manufacturas (58,6) y la mayor actividad de los servicios (58,4). Sin embargo, el PMI retrocedió de nuevo en octubre y se situó en 54,3, debido a la evolución tanto de la actividad del sector servicios como de la producción manufacturera. Los cuellos de botella en la oferta observados en las manufacturas, reflejados en el PMI de plazos de entrega de los proveedores, se intensificaron en ese mes. Las existencias de compras de este sector alcanzaron un máximo en octubre, lo que sugiere una acumulación adicional de existencias para afrontar una posible escasez de suministros. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea también mejoró entre el segundo y el tercer trimestre y se mantuvo muy por encima del nivel previo a la pandemia observado en febrero del año pasado. La mejora fue generalizada en los distintos componentes, y el mayor incremento correspondió a los servicios. Al mismo tiempo, los indicadores de alta frecuencia relativos al consumo se estabilizaron en torno a los niveles anteriores a la pandemia en el tercer trimestre, lo que indica una mayor demanda de servicios (como ocio, restaurantes y hoteles) que de bienes (como automóviles).

La tasa de paro de la zona del euro descendió en agosto, aún respaldada por los programas de mantenimiento del empleo³. Esta tasa se situó en el 7,5 % en agosto, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la de julio (gráfico 6) y unos 0,1 puntos porcentuales por encima de la registrada antes de la pandemia, en febrero de 2020. El número de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo está disminuyendo y supuso en torno al 2 % de la población activa en agosto. El empleo creció un 0,7 % en el segundo trimestre de 2021, tras experimentar un retroceso del 0,1 % en el primero⁴. El total de horas trabajadas aumentó un 2,3 % en el segundo trimestre del año, después de caer un 0,3 % en el primero. Esta evolución reciente refleja el impacto de la relajación de las restricciones relacionadas con la pandemia a raíz del avance de las campañas de vacunación. Con todo, el total de horas trabajadas en el segundo trimestre de 2021 se mantuvo un 4,1 % por debajo del nivel observado en el cuarto trimestre de 2019. Del mismo modo, la tasa de actividad en el segundo trimestre de 2021 seguía siendo inferior —en unos 1,4 millones de personas— a los niveles registrados antes de la crisis⁵.

³ Para una descripción del uso de los programas públicos de mantenimiento del empleo durante la pandemia, véase el gráfico 11 del artículo titulado «[Hours worked in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021. Para un análisis más amplio del mercado de trabajo de la zona del euro durante la pandemia, véase el artículo «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

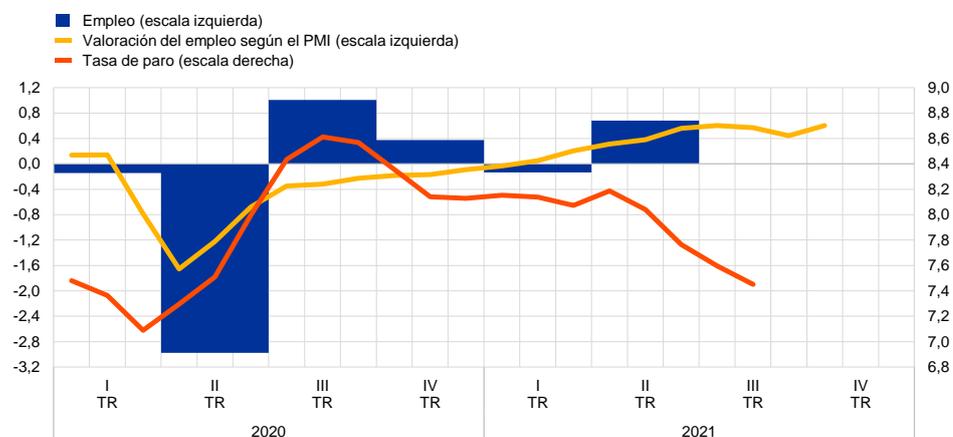
⁴ Véase también el recuadro 4 titulado «[El impacto de la pandemia de COVID-19 en el crecimiento de la productividad del trabajo](#)» en este Boletín Económico.

⁵ Las cifras mensuales de desempleo más recientes, aunque preliminares, correspondientes a los meses de julio y agosto de 2021, sugieren que la tasa de actividad aumentó en el tercer trimestre. Véase también el recuadro 3 titulado «[Evolución de la oferta de trabajo en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19](#)» en este Boletín Económico.

Gráfico 6

Empleo, valoración del empleo según el PMI y tasa de paro en la zona del euro

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; escala derecha: porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021 para el empleo, a octubre de 2021 para el PMI y a agosto de 2021 para la tasa de paro.

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo han continuado mejorando.

El PMI mensual compuesto de empleo, que engloba a la industria y a los servicios, aumentó hasta situarse en 56,1 en octubre —desde un valor de 54,4 en septiembre—, con lo que se mantuvo por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. El PMI de empleo se ha recuperado de forma sustancial desde su mínimo histórico de abril de 2020 y se situó en terreno expansivo por noveno mes consecutivo en octubre de 2021.

El gasto de los hogares siguió repuntando en el tercer trimestre, como consecuencia de las elevadas tasas de vacunación y del menor temor al contagio.

Después de experimentar algunos retrocesos, la confianza de los consumidores volvió a aumentar hasta un valor de -4 en septiembre (desde -5,3 en agosto). Las ventas del comercio minorista en julio y agosto se situaron, en promedio, un 0,1 % por encima del nivel observado en el segundo trimestre, reflejo del reequilibrio del gasto, de bienes a servicios. El gasto en vacaciones siguió creciendo durante el verano, en consonancia con la mejora de la confianza empresarial de las ramas de servicios de alojamiento y de turismo y viajes. De cara al futuro, los hogares mantienen la confianza en su situación financiera, pese a los precios crecientes de la energía. El grado en que la actual escalada de los precios energéticos puede ralentizar la recuperación del consumo privado depende de si estos incrementos obedecen a un aumento de la demanda agregada o a interrupciones en el suministro de energía. La encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea sugiere que, hasta ahora, el alza que están registrando los precios de consumo tiene su origen, en gran medida, en la expansión de la actividad económica, dadas las considerables expectativas de los hogares sobre dicha actividad y sobre su propia situación financiera. Esto contrasta claramente, por ejemplo, con la reacción observada en la época de la invasión de Kuwait por Irak en 1990, cuando las graves interrupciones en el suministro de

petróleo hicieron que los hogares revisaran inmediatamente a la baja sus expectativas con respecto a la renta y la actividad.

La inversión empresarial siguió viéndose obstaculizada por las disrupciones del lado de la oferta durante el tercer trimestre. En julio y agosto de 2021, la producción de bienes de equipo disminuyó un 1,2 %, en promedio, con respecto al segundo trimestre. El PMI de nuevos pedidos de estos bienes descendió continuamente en los meses de verano, en un contexto de persistencia de cuellos de botella en la oferta, aunque se mantuvo en niveles elevados. Al mismo tiempo, el ESI se encuentra próximo a su máximo histórico y, según la encuesta de coyuntura industrial de la Comisión Europea, la valoración de la cartera de pedidos ha aumentado recientemente, lo que señala una intensa demanda de bienes de equipo. En conjunto, los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento de la inversión empresarial permaneció en territorio positivo en el tercer trimestre. La evolución de las disrupciones de oferta seguirá siendo una fuente fundamental de incertidumbre para la dinámica de la inversión en los próximos trimestres. Desde principios de 2021 se ha observado una divergencia creciente entre la producción de bienes de equipo y los plazos de entrega de los proveedores, lo que respalda la opinión de que es probable que las disrupciones del lado de la oferta —que han dilatado los plazos de entrega de los bienes intermedios— estén frenando la producción de estos bienes y la inversión de las empresas. En la medida en que se espera que los cuellos de botella en la oferta se resuelvan solo de forma gradual, podrían continuar lastrando la inversión empresarial en el futuro.

La inversión en vivienda siguió viéndose afectada por los cuellos de botella en la oferta en el tercer trimestre, en un entorno de pujanza de la demanda. En el segundo trimestre de 2021, la inversión residencial ya había superado en más de un 2 % el nivel registrado en el último trimestre de 2019, antes de la crisis⁶. Aunque la fortaleza de la demanda continuó respaldando la recuperación, las restricciones de oferta dificultaron cada vez más la actividad de la construcción en el tercer trimestre. En julio y agosto, la actividad constructora se situó, en promedio, en torno a un 1 % por debajo del nivel observado en el segundo trimestre. Según el PMI de actividad de la construcción, disponible hasta septiembre, los cuellos de botella en la oferta se tradujeron en unos plazos de entrega históricamente dilatados y en unos precios elevados de los insumos. Además, los datos de la encuesta de la Comisión Europea relativa a la construcción, disponibles hasta septiembre, sugieren que los principales factores limitadores de la producción fueron la escasez de materiales y de trabajadores, con restricciones insignificantes causadas por la demanda. La incierta evolución del equilibrio entre los factores adversos relacionados con la oferta y los favorables relacionados con la demanda comporta una incertidumbre considerable en torno a las perspectivas de inversión en vivienda a corto plazo. Por una parte, la persistencia de los cuellos de botella puede conducir a nuevos incrementos de los costes de la construcción, lo que mermaría la rentabilidad de las empresas, y ejercer presiones al alza sobre los precios de los inmuebles residenciales y, por tanto, reducir la accesibilidad de las familias a la vivienda. Por otra, las condiciones de

⁶ Para un análisis exhaustivo de los factores determinantes recientes y de las perspectivas a corto plazo del mercado de la vivienda de la zona del euro, véase el artículo titulado «[The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#)» en este Boletín Económico.

financiación favorables y las medidas de apoyo a las rentas, así como un elevado volumen de ahorro acumulado, podrían seguir sosteniendo la demanda, como demuestra la intención de gasto en compra o en reforma de viviendas de los hogares, que se sitúa muy por encima de los niveles previos a la pandemia⁷.

El comercio de la zona del euro continúa recuperándose a dos velocidades, ya que las exportaciones de bienes se mantienen contenidas y las de servicios están repuntando en cierta medida.

Las exportaciones totales de la zona del euro aumentaron un 2,7 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2021. Con todo, el ritmo de crecimiento de las exportaciones de bienes se ralentizó al final de ese trimestre, y los datos disponibles para julio y agosto apuntan a una debilidad continuada de la evolución del comercio en el tercer trimestre de 2021. Las exportaciones e importaciones reales de la zona del euro disminuyeron en julio, y el descenso fue generalizado entre los socios comerciales más importantes y en las distintas categorías de bienes. Esta debilidad puede atribuirse a la reducción de la demanda exterior de productos de la zona del euro, ostensible en las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) y en los indicadores prospectivos basados en pedidos, que también se han reducido. Además, los cuellos de botella relacionados con el transporte y los insumos siguieron constituyendo un lastre en el tercer trimestre, en particular para el comercio de bienes de la zona del euro⁸. Los indicadores adelantados de comercio de servicios también han registrado cierta moderación, pero continúan señalando un ligero repunte en el tercer trimestre de 2021, impulsado por el turismo.

Se espera que la economía de la zona del euro continúe su senda de recuperación, respaldada por las políticas fiscal y monetaria.

Al mismo tiempo, la pandemia puede generar cambios más duraderos en la demanda que podrían dar lugar a desequilibrios persistentes entre la oferta y la demanda en los distintos sectores. Una política fiscal ambiciosa, bien enfocada y coordinada debe seguir complementando la política monetaria para sostener la recuperación. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#) (realizada a principios de octubre) muestran una revisión al alza de las previsiones relativas al crecimiento del PIB para 2021, mientras que prácticamente no han variado para 2022 y 2023 en comparación con la encuesta anterior llevada a cabo a principios de julio.

⁷ Datos recientes de la nueva encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE confirman esta evidencia. Véase el recuadro 6 titulado «[La recuperación de la demanda de vivienda según la encuesta sobre las expectativas de los consumidores](#)», en este Boletín Económico.

⁸ Véase el recuadro titulado «[El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021.

4 Precios y costes

Según los datos definitivos de Eurostat correspondientes a septiembre, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó de nuevo ese mes y se situó en el 3,4 %, frente al 3 % de agosto de 2021. Se prevé que la inflación siga creciendo este año. Aunque la fase actual de inflación más elevada durará más de lo previsto inicialmente, se espera que descienda en el transcurso del próximo año. El repunte de la inflación refleja en gran medida una combinación de tres factores. En primer lugar, los precios de la energía se han incrementado de forma notable y en septiembre representaron alrededor de la mitad de la inflación general. En segundo lugar, los precios están subiendo porque la recuperación de la demanda asociada a la reapertura de la economía está superando a la oferta. Esta dinámica es especialmente visible en los precios de los servicios de consumo, así como en los de los bienes más afectados por la escasez de oferta. Por último, los efectos de base relacionados con la finalización de la reducción del IVA en Alemania siguen contribuyendo a que la inflación sea más alta. Se espera que la influencia de estos tres factores disminuya a lo largo de 2022 o que desaparezca del cálculo de la inflación interanual. Mientras continúe la recuperación, el retorno gradual de la economía a su plena capacidad apoyará un aumento de los salarios con el tiempo. Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han aproximado más al 2 %. Estos factores respaldarán la inflación subyacente y el retorno de la inflación al objetivo del BCE a medio plazo.

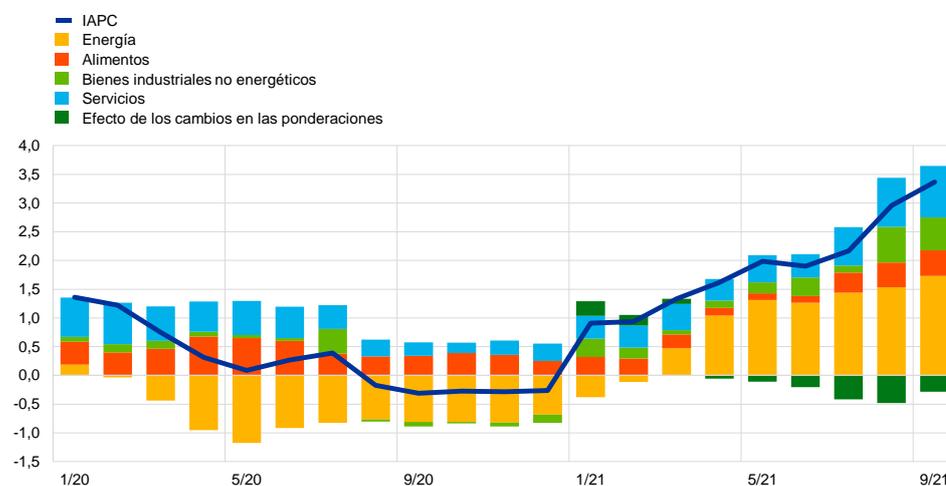
La inflación interanual medida por el IAPC continuó aumentando en septiembre, debido al mayor crecimiento de los precios de la energía y de los servicios (gráfico 7). Según los datos definitivos de Eurostat correspondientes a septiembre, el incremento de la inflación medida por el IAPC general hasta el 3,4 %, desde el 3 % observado en agosto, refleja principalmente el alza de la inflación de la energía, cuya tasa de variación interanual se situó en el 17,6 % en septiembre, frente al 15,4 % de agosto. Sin embargo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), también siguió creciendo y fue del 1,9 % en septiembre, en comparación con el 1,6 % de agosto, como resultado de subidas más acusadas de los precios de los servicios (1,7 % en septiembre, frente al 1,1 % de agosto). Al mismo tiempo, el aumento de los precios de los bienes industriales no energéticos se ralentizó hasta el 2,1 % en septiembre, frente al 2,6 % del mes anterior. En septiembre, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos permaneció en el 2 %, mientras que el efecto moderador sobre la inflación derivado de los cambios en las ponderaciones del IAPC se redujo. Si se hubiesen utilizado las ponderaciones del IAPC de 2020, en septiembre la inflación medida por el IAPC general y el IAPCX habría sido 0,3 y 0,2 puntos porcentuales más alta, respectivamente, frente a los 0,5 y 0,6 puntos porcentuales de diferencia registrados en agosto⁹.

⁹ Para una descripción detallada del efecto de los cambios en las ponderaciones del IAPC en la medición de la inflación, véase el recuadro 6, titulado «Ponderaciones del IAPC para 2021 y sus implicaciones para la medición de la inflación», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

Gráfico 7

Inflación general y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

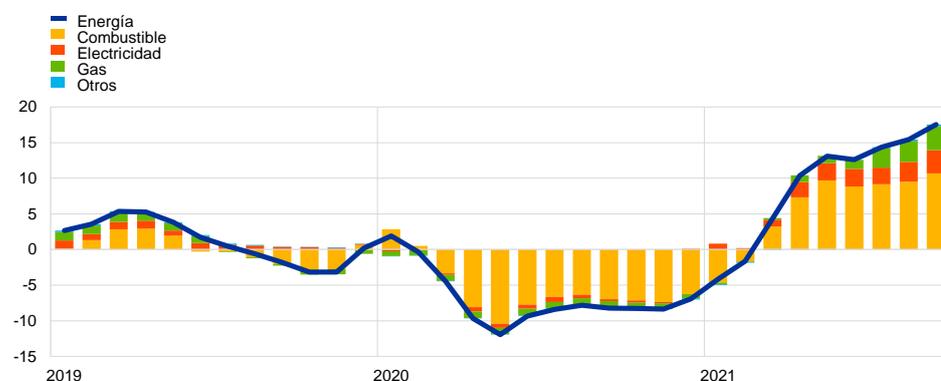
Notas: Las contribuciones de los componentes del IAPC se calculan utilizando las ponderaciones del IAPC para 2020. El impacto de los cambios en las ponderaciones ha sido estimado por el BCE. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021.

El avance del IAPC de la energía es generalizado y refleja las subidas de los precios de las materias primas energéticas. Estos precios descendieron de manera acusada en todo el mundo cuando comenzó la pandemia, en 2020. A finales de ese año empezaron a recuperarse y en 2021 siguieron aumentando. Como los precios se han incrementado desde los bajos niveles registrados en 2020, esta dinámica ha generado un fuerte efecto de base alcista, que explica en gran medida las elevadas tasas de crecimiento interanual que se observan en estos momentos. Con todo, los precios actuales de las materias primas energéticas han superado los niveles anteriores a la pandemia. El máximo histórico que alcanzó el IAPC de la energía en septiembre (17,6 %) puede atribuirse a los incrementos observados en sus componentes de gas, electricidad y combustible (gráfico 8). Hasta mayo, el avance estuvo impulsado, principalmente, por la subida del combustible, reflejo del repunte de los precios del petróleo. En los últimos meses, la contribución del primero siguió siendo elevada, y a ella se unieron los aumentos de los componentes de gas y electricidad. El punto hasta el que estos incrementos se materializan en cambios en los precios de consumo varía considerablemente de un país a otro, y el efecto suele ser retardado.

Gráfico 8

Descomposición de la inflación de la energía

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Combustible» se refiere al componente del IAPC «combustibles líquidos y combustibles y lubricantes para vehículos privados». «Otros» incluye los componentes de la clasificación COICOP (nivel de cinco dígitos) «combustibles sólidos» y «energía calórica». Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021.

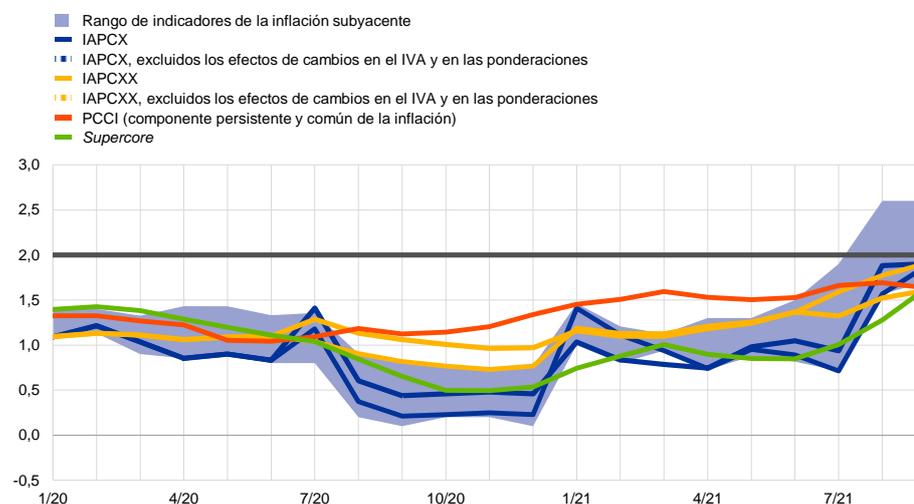
La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente continuaron subiendo (gráfico 9). Si bien la reducción temporal del IVA en Alemania entre julio y diciembre de 2020 sigue teniendo un ligero efecto alcista en el IAPCX en el segundo semestre de 2021, los cambios en las ponderaciones están teniendo un leve impacto moderador actualmente. Si no se considerasen esos efectos extraordinarios, la tasa de inflación medida por el IAPCX se situaría en el 1,9 %. Esta tasa, que también excluye los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir y calzado, aumentó desde el 1,8 % registrado en agosto hasta el 1,9 % en septiembre. El PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos, que se ve menos afectado por los cambios en las ponderaciones y por la reducción temporal del IVA en Alemania, descendió ligeramente en septiembre, hasta el 1,6 %, desde el 1,7 % de agosto. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») se encuentra en la parte inferior del rango de indicadores de la inflación subyacente y en septiembre aumentó por cuarto mes consecutivo hasta situarse en el 1,6 %, frente al 1,3 % de agosto. La mayoría de las medidas de inflación subyacente se mantienen por debajo del objetivo del 2 %¹⁰.

¹⁰ Las medias recortadas (que eliminan en torno al 5 % o al 15 % de cada cola de la distribución de las variaciones interanuales de los precios) se sitúan por encima del objetivo del 2 % porque incluyen algunos componentes energéticos que actualmente registran tasas de inflación muy elevadas. Para más información sobre estas y otras medidas de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «Measures of underlying inflation for the euro area», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

Gráfico 9

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluida la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX (IAPC, excluidos la energía y los alimentos), el IAPCXX (IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado), medias recortadas al 10 % y al 30 % y la mediana ponderada. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021.

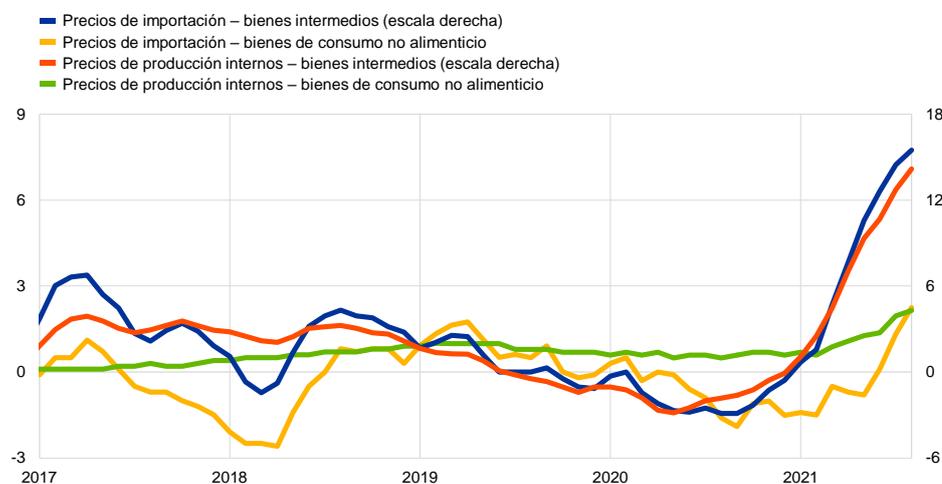
Las presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC continuaron aumentando en agosto, resultando ser más persistentes de lo previsto inicialmente (gráfico 10).

Los precios de producción en las distintas fases del proceso de formación de precios siguieron subiendo en julio y en agosto, en comparación con junio. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios aumentó —del 12,7 % en julio al 14,2 % en agosto—, mientras que la correspondiente a los precios de importación de esos bienes se incrementó hasta el 15,5 % en agosto, desde el 14,5 % observado en julio. En las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio —un indicador clave de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos— continuó avanzando gradualmente por sexto mes consecutivo y subió desde el 2 % observado en julio hasta alcanzar el 2,2 % en agosto, un nivel elevado en términos históricos. La tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio también registró un alza y se situó en el 2,2 % en agosto, frente al 1,3 % de julio, principalmente como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio más que por el efecto de la subida de los precios de venta en los países que son socios comerciales. Dado que las presiones latentes se materializan con cierto desfase en los precios de los bienes industriales no energéticos, cabe esperar presiones alcistas adicionales a corto plazo.

Gráfico 10

Indicadores de las presiones inflacionistas latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021.

Las presiones salariales continúan siendo moderadas, en general. Los indicadores más recientes disponibles sobre el avance de los salarios, como el crecimiento de la remuneración por asalariado o por hora, siguieron viéndose muy afectados por las medidas adoptadas para amortiguar los efectos de la pandemia, como, por ejemplo, los programas de mantenimiento del empleo. En la primavera de 2020, estos programas redujeron la remuneración por asalariado y aumentaron la remuneración por hora, lo que se tradujo en fuertes efectos de base en el segundo trimestre de 2021. En consecuencia, la remuneración por asalariado creció un 8 % en ese trimestre, mientras que la remuneración por hora disminuyó un 3,9 %. En cambio, los salarios negociados no se vieron directamente afectados por la evolución de las horas trabajadas y por el registro de las prestaciones asociadas a los programas de mantenimiento del empleo en 2020, por lo que son un indicador más fiable de las presiones salariales durante la pandemia. Al mismo tiempo, los pagos extraordinarios efectuados en relación con la pandemia han introducido cierta volatilidad en ese indicador recientemente. En conjunto, el crecimiento de los salarios negociados ha seguido siendo limitado en los últimos meses y se desconoce si los impactos alcistas de las recientes subidas de la inflación de los precios de consumo se trasladarán a los salarios¹¹.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo siguieron aumentando, y el tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años superó el 2 % por primera vez en siete años. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo registraron nuevos máximos. Durante el período de referencia, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años superó el 2 %, un nivel no observado desde agosto de 2014, y alcanzó el

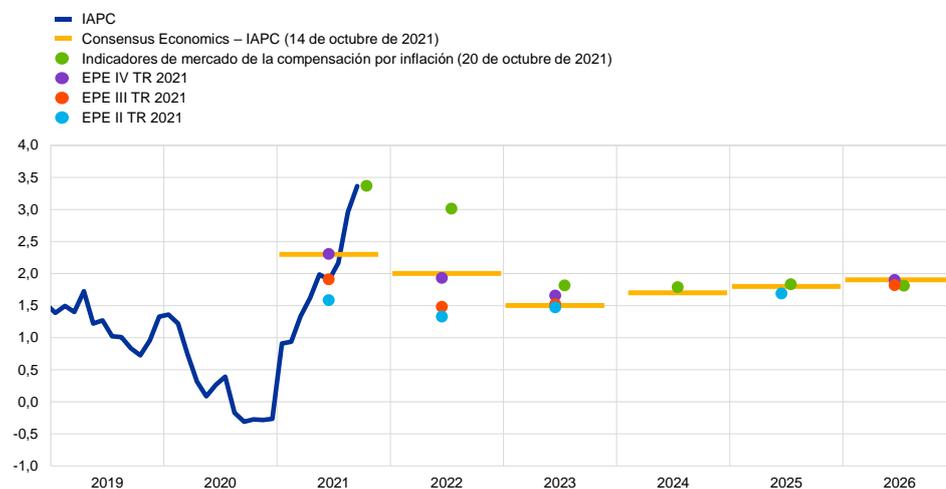
¹¹ Para una descripción del grado de indexación de los salarios a la inflación en la zona del euro y cómo ello podría influir en los efectos de segunda vuelta, véase el recuadro 7 de este Boletín Económico: «La prevalencia de la indexación salarial en el sector privado de la zona del euro y su posible influencia en el impacto de la inflación en los salarios».

2,1 % el 27 de octubre de 2021. Si bien los tipos *swap* de inflación se incrementaron en todos los plazos, la subida más acusada se produjo en los vencimientos a corto y a medio plazo, lo que es compatible con un aumento transitorio —aunque más persistente— de la inflación a corto plazo. Los mercados descontaron un alza transitoria de la compensación por inflación a corto plazo más intensa y más prolongada que al comienzo del período analizado. El avance de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación, particularmente en el corto plazo, puede atribuirse, sobre todo, a los actuales desequilibrios entre la demanda y la oferta, en concreto, los cuellos de botella en la oferta más persistentes y la subida de los precios de la energía. Con todo, para los próximos cinco años, los mercados de opciones de inflación continúan señalando una probabilidad neutral al riesgo de alrededor del 40 % de que la inflación media de la zona del euro se mantenga por debajo del 2 %, y la probabilidad de que la inflación supere el 3 % ha aumentado hasta el 11 %. Según la [encuesta a expertos en previsión económica \(EPE\) del BCE](#) correspondiente al cuarto trimestre de 2021, las expectativas de inflación se han revisado al alza para todo el horizonte de proyección (gráfico 11). Las expectativas de la inflación medida por el IAPC se sitúan en el 2,3 %, el 1,9 % y el 1,7 % para 2021, 2022 y 2023, respectivamente. En comparación con la edición anterior, estas revisiones suponen un incremento de 0,4 puntos porcentuales para 2021 y 2022, y de 0,2 puntos porcentuales para 2023. Según los participantes en la encuesta, las revisiones al alza se deben principalmente a la subida de los precios de la energía y al impacto de las tensiones en las cadenas de suministro. Por lo que respecta a las perspectivas de inflación a corto plazo, muchos de los encuestados señalaron que preveían un incremento adicional de la tasa de inflación en los meses finales de 2021, si bien siguen esperando un descenso acusado de la inflación a lo largo de 2022. Las expectativas de inflación a cinco años vista de la EPE crecieron del 1,8 % al 1,9 %, por lo que se aproximan al objetivo del 2 %.

Gráfico 11

Indicadores de opinión de las expectativas de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, BCE (EPE) y cálculos del BCE.

Notas: La serie de los indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa *forward* a un año dentro de un año, la tasa *forward* a un año dentro de dos años, la tasa *forward* a un año dentro de tres años y la tasa *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 20 de octubre de 2021. La encuesta EPE del BCE correspondiente al cuarto trimestre de 2021 se realizó entre el 1 y el 11 de octubre de 2021. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones de Consensus Economics es el 14 de octubre de 2021.

5 Dinero y crédito

La creación de dinero en la zona del euro siguió normalizándose en septiembre de 2021, reflejo de la mejora de la situación de la pandemia de coronavirus (COVID-19) y de las medidas de apoyo. Las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero. El crecimiento de los préstamos al sector privado se estabilizó en los niveles observados antes de la pandemia y se benefició de unas condiciones de financiación ventajosas. Además, según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas prácticamente no variaron y los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda registraron un leve endurecimiento en el tercer trimestre de 2021, al tiempo que la demanda de préstamos de empresas y hogares continuó incrementándose.

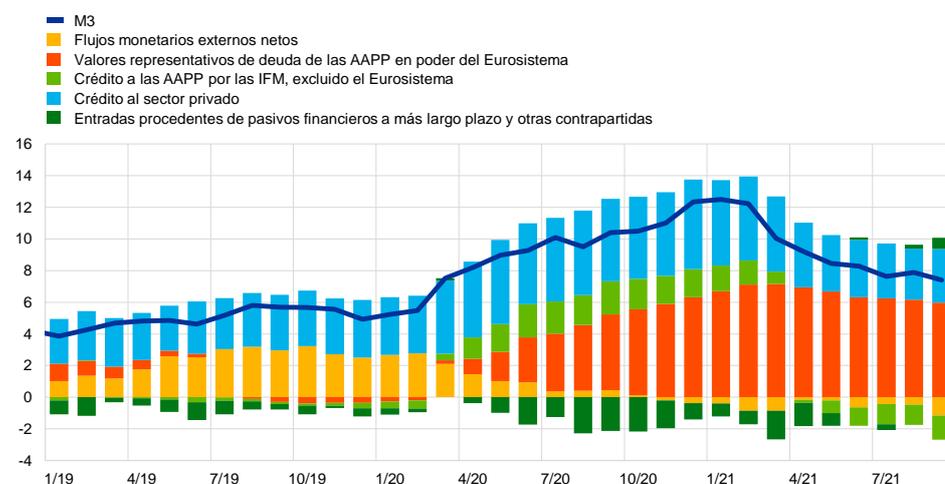
El crecimiento del agregado monetario amplio siguió moderándose en septiembre de 2021. La tasa de expansión interanual de M3 descendió hasta el 7,4% en septiembre, frente al 7,9% de agosto (gráfico 12), ya que siguió viéndose afectada por los efectos de base negativos asociados al excepcional incremento de la liquidez entre marzo y septiembre de 2020. La tasa intertrimestral de crecimiento monetario se acercó más a su media de largo plazo, y la dinámica a más corto plazo de M3 continuó beneficiándose del sustancial apoyo proporcionado por las políticas monetaria, fiscal y prudencial. Por lo que se refiere a los componentes, el avance de M3 estuvo impulsado, sobre todo, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. Tras empezar a moderarse en el segundo trimestre de 2021 con respecto a las elevadas tasas de crecimiento observadas durante el primer año de la pandemia, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo estable en el 11 % en septiembre, principalmente como resultado del acusado ascenso de los depósitos a la vista. Aunque la contribución de otros depósitos a corto plazo continuó siendo negativa en septiembre, sobre todo debido a la evolución de los depósitos a plazo, los instrumentos negociables siguieron realizando una pequeña aportación al crecimiento interanual de M3, lo que reflejó el bajo nivel de los tipos de interés y la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

La creación de dinero siguió estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema. Al igual que en trimestres anteriores, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedió de las compras netas de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) (parte de color rojo de las barras del gráfico 12). El crédito al sector privado (parte de color azul de las barras) también impulsó el crecimiento de M3. La contribución a la creación de dinero procedente del crédito a las Administraciones Públicas concedido por las entidades de crédito siguió siendo negativa, debido a las ventas de deuda pública y a la reducida actividad emisora de este tipo de valores (parte de color verde claro de las barras). Los flujos monetarios externos netos (parte de color amarillo de las barras) también tuvieron

un efecto ligeramente negativo en la creación de dinero, coincidiendo con una depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Sin embargo, otras contrapartidas sostuvieron el crecimiento del agregado monetario amplio (parte de color verde oscuro de las barras), ya que las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) proporcionaron incentivos para la sustitución de la financiación bancaria en detrimento de los pasivos a más largo plazo.

Gráfico 12 M3 y sus contrapartidas

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) a este sector y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos y del PEPP. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021.

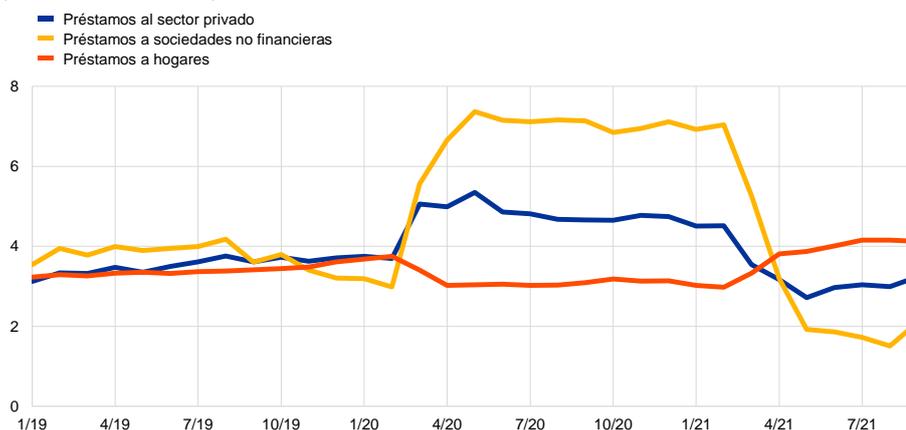
El crecimiento de los préstamos al sector privado se incrementó en septiembre de 2021. El crédito a empresas y a hogares continuó beneficiándose de las condiciones favorables de financiación y de la recuperación económica en curso. El avance de los préstamos al sector privado se aceleró hasta el 3,2 % en septiembre, frente al 3 % de agosto, impulsado por el crédito empresarial y como resultado de un efecto de base positivo (gráfico 13). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a empresas alcanzó el 2,1 % en septiembre, desde el 1,5 % de agosto, respaldada por el aumento de los préstamos a largo plazo. Pese a ese incremento, los elevados saldos de efectivo y la disponibilidad de otras fuentes de financiación no bancarias podrían continuar lastrando la demanda de préstamos bancarios de las empresas. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares descendió ligeramente en septiembre, hasta situarse en el 4,1 % (gráfico 13). La expansión del endeudamiento de los hogares se debió fundamentalmente al incremento del crédito hipotecario, ya que el crecimiento del crédito al consumo siguió siendo débil. Esta circunstancia es atribuible a que la recuperación ha pasado a depender menos del crédito, dado que los hogares han tendido a financiar su consumo con su renta disponible y los ahorros acumulados durante la pandemia. En general, la evolución de los préstamos oculta

considerables diferencias entre los países de la zona del euro, que reflejan, entre otros factores, los efectos dispares de la pandemia y el avance desigual de la recuperación económica en los distintos países.

Gráfico 13

Préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021.

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2021, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas apenas variaron, mientras que los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se endurecieron levemente en el tercer trimestre de 2021 (gráfico 14).

Tras registrar un fuerte endurecimiento en los primeros compases de la pandemia, los criterios de concesión de préstamos a empresas se mantuvieron prácticamente sin variación por segundo trimestre consecutivo. Esta evolución refleja una mejora general de la economía de la zona del euro a medida que se han ido retirando las medidas de contención, así como el apoyo que continúan proporcionando las autoridades monetarias, fiscales y de supervisión. Las entidades de crédito señalaron que la percepción de riesgos y la competencia de otros bancos había propiciado una leve relajación neta de los criterios de aprobación, mientras que el coste de financiación y la situación patrimonial de las entidades habían tenido un efecto neutral, en general, debido a la solidez de los ratios de capital y a unos costes de financiación favorables de las entidades. El endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda estuvo relacionado con la tolerancia al riesgo de las entidades de crédito, así como con su coste de financiación y su situación patrimonial, mientras que estos factores tuvieron una incidencia mayormente neutral en el crédito al consumo. Para el cuarto trimestre de 2021, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas experimenten un endurecimiento neto moderado y que los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se vuelvan más restrictivos.

De acuerdo con los resultados de la encuesta, la demanda de préstamos siguió incrementándose en el tercer trimestre de 2021, aunque más en el caso

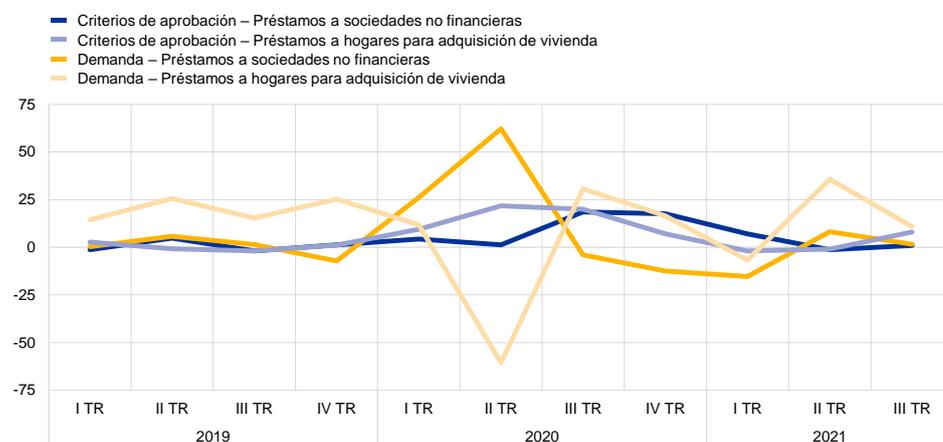
de los hogares que en el de las empresas. Este crecimiento obedece a la mejora de la confianza de los consumidores, al nivel históricamente bajo de los tipos de interés y a las perspectivas del mercado de la vivienda. Las entidades de crédito también indicaron que las necesidades de financiación tanto de inversión en capital fijo como de existencias y capital circulante de las empresas habían contribuido positivamente a la demanda de préstamos. Las entidades esperan que la demanda de crédito de las empresas se incremente de nuevo en el cuarto trimestre de 2021 y que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda de los hogares se mantenga sin cambios en el mismo período.

La encuesta también sugiere que, en general, las medidas de política monetaria no convencionales del BCE favorecieron las actividades de intermediación crediticia de las entidades de crédito. Las entidades señalaron que los programas de compras de activos del BCE (APP y PEPP), junto con la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), habían tenido un impacto positivo en su liquidez y en sus condiciones de financiación en los mercados. Además, indicaron que estas medidas, así como el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito, habían propiciado la suavización de las condiciones del crédito bancario e incidido positivamente en los volúmenes de crédito concedido. Al mismo tiempo, las entidades participantes en la encuesta sugirieron que las compras de activos por parte del BCE y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito habían tenido un impacto negativo en sus ingresos netos por intereses, mientras que un elevado porcentaje de entidades indicaron que las operaciones TLTRO III y el sistema de dos tramos habían favorecido la rentabilidad bancaria.

Gráfico 14

Variación de los criterios de aprobación y de la demanda neta de préstamos (o líneas de crédito) a empresas y a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes netos de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de aprobación o un aumento de la demanda de préstamos)



Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

Notas: En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta sobre préstamos bancarios, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han contestado «se han endurecido considerablemente» o «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» o «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han respondido que la demanda «ha aumentado considerablemente» o «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que han contestado que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» o «ha disminuido considerablemente». Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2021.

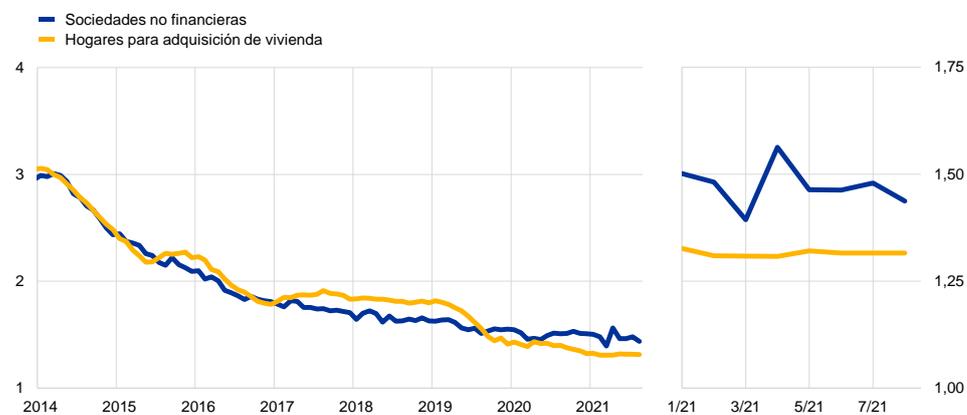
Los tipos de interés del crédito bancario se han estabilizado cerca de sus mínimos históricos.

En agosto de 2021, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras descendió ligeramente y se situó en el 1,44 %, y el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda permaneció prácticamente sin variación en el 1,32 % (gráfico 15). La caída de los tipos de los préstamos otorgados a empresas fue generalizada en todos los países de la zona del euro. Además, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se mantuvo estable en niveles reducidos, lo que principalmente reflejó la reducción de los tipos aplicados a los primeros. Todavía existe una incertidumbre considerable sobre las consecuencias económicas a más largo plazo de la pandemia, pero las medidas de apoyo han evitado un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación que habría intensificado el impacto adverso que ha tenido la pandemia en la economía de la zona del euro.

Gráfico 15

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras y a hogares

(porcentajes)



Fuente: BCE

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo con una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021.

Recuadros

1 Las secuelas de la pandemia de COVID-19 en la economía mundial: revisión de la evidencia reciente

Julia Doleschel y Ana-Simona Manu

La recesión causada por la pandemia de coronavirus (COVID-19) afectó al producto potencial tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, pero aún se desconoce si su impacto será transitorio o permanente.

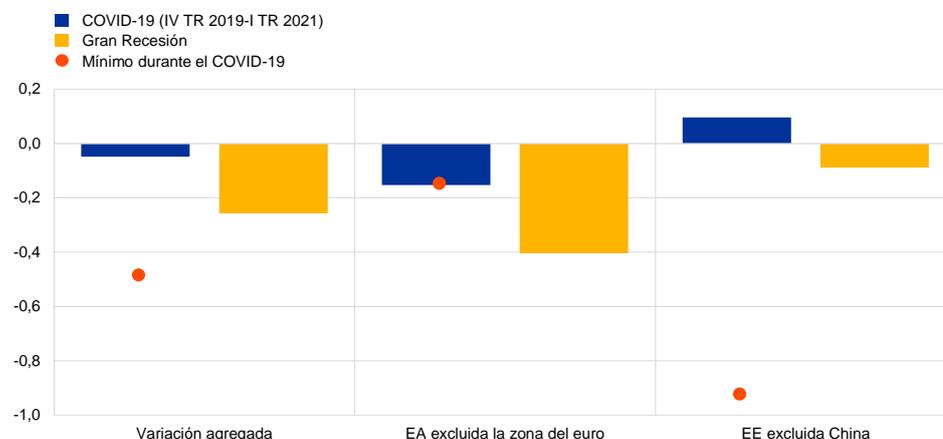
Desde una perspectiva de función de producción, la reducción del producto potencial puede deberse a: i) la caída de la contribución de factores de producción (trabajo y capital), y/o ii) las menores ganancias tecnológicas (es decir, la eficiencia con la que se combinan los factores productivos). Aunque la respuesta contundente de las autoridades, sobre todo en las economías avanzadas, amortiguó el impacto económico general de la pandemia de COVID-19, existe el riesgo de secuelas en la producción a largo plazo. Este riesgo está relacionado, por ejemplo, con efectos de histéresis, ya que muchos trabajadores han sido apartados del mercado laboral, al menos temporalmente, lo que podría derivar en pérdidas de competencias laborales o en su exclusión permanente de este mercado. Si bien los programas de mantenimiento del empleo durante la pandemia preservaron puestos de trabajo y protegieron a las empresas productivas, pero frágiles, en parte podrían haber impedido la reasignación de trabajadores y obstaculizado el avance de la productividad. En este recuadro se revisa la evidencia sobre las secuelas de la perturbación del COVID-19 y se comparan datos recientes relevantes para determinar la evolución del producto potencial con los desarrollos observados tras la Gran Recesión.

El retroceso de la inversión mundial originado por la perturbación del COVID-19 fue transitorio y llevó a una ralentización de la acumulación de capital físico, aunque menos intensa que durante la Gran Recesión. El aumento de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas, unido a las medidas de confinamiento, provocaron una caída de la nueva inversión. En los dos primeros trimestres de 2020, la formación bruta de capital fijo mundial (excluida la zona del euro) se redujo alrededor de un 10 % con respecto al último trimestre de 2019. Como consecuencia, el crecimiento agregado del *stock* de capital registró una desaceleración de 0,5 puntos porcentuales, aunque una gran parte se recuperó en los trimestres posteriores (gráfico A). En comparación, la Gran Recesión supuso un descenso acumulado mucho mayor de la acumulación de capital mundial, pero se produjo a un ritmo más lento.

Gráfico A

Variación acumulada del factor capital

(puntos porcentuales)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Las barras azules se refieren a la variación entre el cuarto trimestre de 2019 y el primero de 2021, mientras que los círculos de color rojo muestran la variación entre el cuarto trimestre de 2019 y el mínimo del segundo trimestre de 2020. Las barras amarillas indican la variación entre la media del período 2005-2007 y la correspondiente al período 2008-2010. Las economías avanzadas (EA) incluyen a Canadá, Japón, Reino Unido y Estados Unidos, y las economías emergentes (EE) a Brasil, India, México, Rusia, Turquía y Corea del Sur.

En cambio, la disminución de las horas trabajadas durante la pandemia fue mucho más acusada que en el período de la Gran Recesión, debido tanto a las mayores pérdidas de empleo como al descenso de las horas trabajadas por ocupado. Las medidas generalizadas de confinamiento impidieron que las personas acudieran a su trabajo, ya que las empresas cerraron o redujeron su actividad, mientras que el cierre de los centros educativos incrementó la necesidad de cuidar a los hijos en casa. En términos agregados, en 2020, las horas trabajadas descendieron un 8 % con respecto a 2019, aproximadamente 2,5 veces más que durante la Gran Recesión. Esta evolución obedeció a una caída en igual proporción del empleo y del número de horas trabajadas por ocupado¹. El deterioro del mercado de trabajo se observó en todos los países, aunque fue algo más pronunciado en las economías emergentes. En comparación, durante la Gran Recesión, la reducción del total de horas trabajadas fue consecuencia, en gran parte, de pérdidas de empleo, y fue mayor en las economías avanzadas (gráfico B). A medida que la recuperación se va afianzando, se produce una reincorporación parcial de desempleados y trabajadores con una vinculación débil (*marginally attached*)² con el mercado laboral, como indican la caída de la tasa de paro y el aumento de la tasa de actividad (gráfico C).

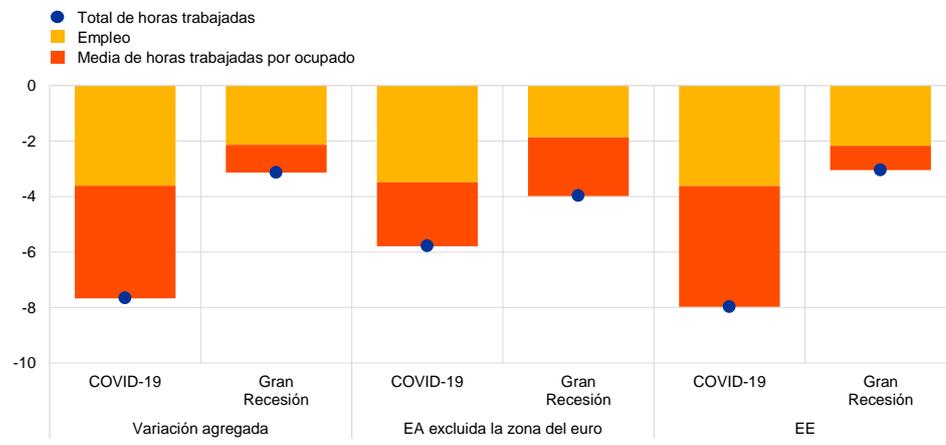
¹ Para aislar las variaciones de las horas trabajadas de las tendencias demográficas, la medida más utilizada es el número total de horas trabajadas al año dividido por la población en edad de trabajar. En el caso de las economías emergentes, esta cifra ya mostraba una senda descendente antes de la Gran Recesión, lo que implica que la reducción de las horas trabajadas durante el período de referencia que se muestra en el gráfico para la Gran Recesión fue más acusada que la que se produjo solo entre 2009 y 2008.

² El [Bureau of Labor Statistics](#) de Estados Unidos define a los trabajadores con una vinculación débil con el mercado laboral como personas que no forman parte de la población activa, que quieren trabajar y están disponibles, y que han buscado empleo en alguna ocasión en los doce meses anteriores. No se cuentan como desempleados porque, por el motivo que sea, no han buscado trabajo en las cuatro semanas precedentes. Este grupo incluye a los trabajadores desanimados.

Gráfico B

Variación del total de horas trabajadas

(tasas de variación; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: The Conference Board, Banco Mundial y cálculos del BCE.

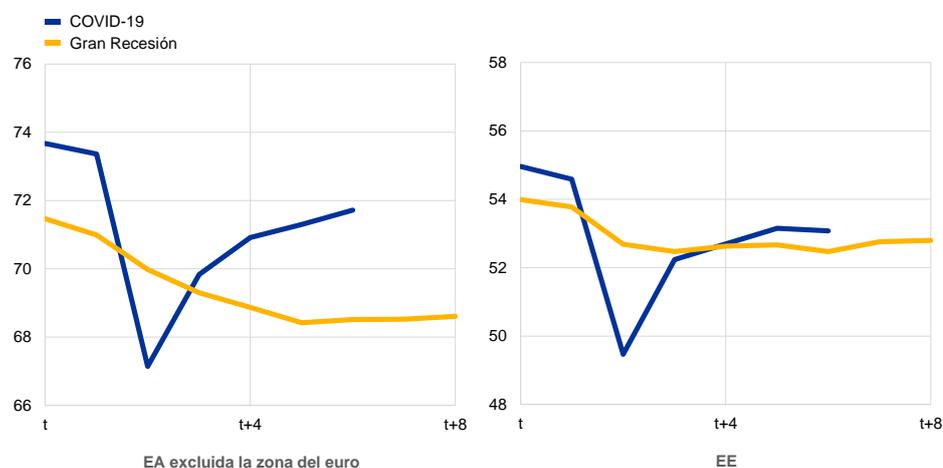
Notas: La medida utilizada para aislar las variaciones de las horas trabajadas de las tendencias demográficas es el número total de horas trabajadas al año dividido por la población en edad de trabajar. COVID-19 se refiere a la variación entre 2019 y 2020, mientras que la Gran Recesión hace referencia a la variación entre la media del período 2005-2007 y la correspondiente al período 2008-2010. Las economías avanzadas (EA) incluyen a Australia, Canadá, Dinamarca, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos, y las economías emergentes (EE) a Brasil, China, India, México, Rusia, Corea del Sur y Turquía.

Gráfico C

Evolución del mercado de trabajo

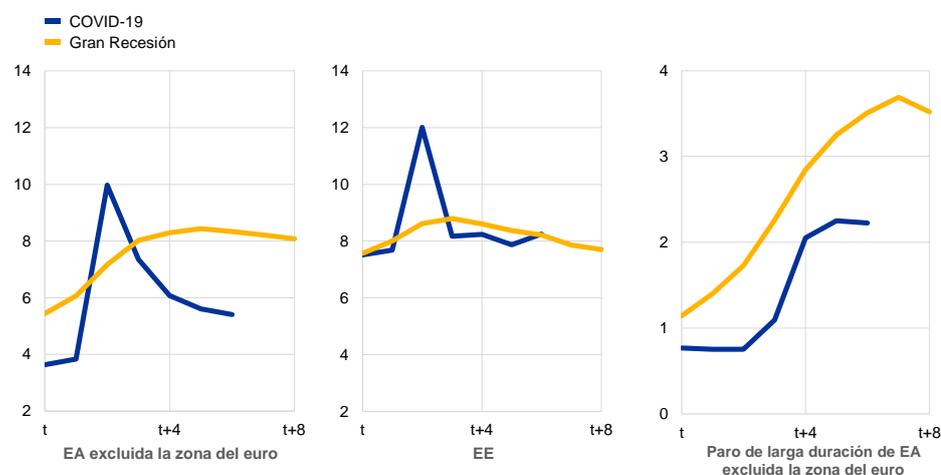
a) Tasa de ocupación

(porcentaje de la población en edad de trabajar)



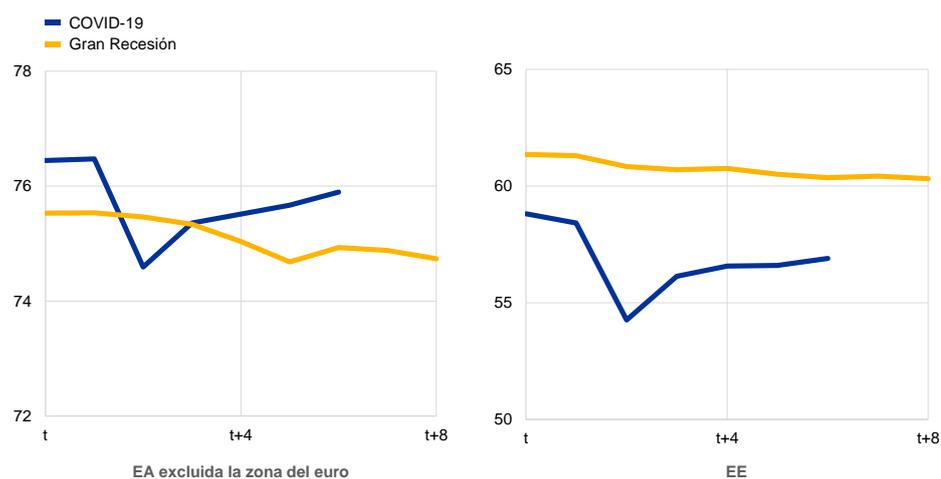
b) Tasa de paro observada y de larga duración

(porcentaje de la población activa de entre 15 y 64 años)



c) Tasa de actividad de la fuerza laboral

(porcentaje de la población activa de entre 15 y 64 años)



Fuentes: Fuentes nacionales, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y cálculos del BCE.
 Notas: t = IV TR 2019 para el COVID-19 y III TR 2008 para la Gran Recesión. El agregado de las economías avanzadas (EA) se calcula como la media ponderada de Australia, Canadá, Dinamarca, Suiza, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos (Australia, Canadá, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos en el caso de la tasa de paro de larga duración). El agregado de las economías emergentes (EE) incluye a Brasil, India, México, Turquía, Rusia y Corea del Sur. El paro de larga duración se define como un período de desempleo de doce meses o más (más de 27 semanas en el caso de Estados Unidos). Los datos de Brasil e India se refieren a la tasa de actividad para todas las edades. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021.

La debilidad del mercado de trabajo se traduce, en parte, en un menor empleo potencial. Se considera que las personas que se han acogido a planes de jubilación anticipada o que han abandonado el mercado laboral por necesidades de cuidado de hijos (es decir, que están interesadas en trabajar, pero no buscan empleo) reducen la tasa potencial de actividad de la fuerza de trabajo y, por lo tanto, el empleo potencial. Es probable que este efecto sea temporal, al menos en cierta medida, y que se prolongue hasta que se produzca la reapertura total de los centros educativos, lo que liberará a los progenitores del cuidado de los hijos y les permitirá

reintegrarse en el mercado de trabajo³. Como las madres, en particular aquellas con hijos más pequeños, han sido más propensas a asumir las responsabilidades de su cuidado, el impacto sobre el empleo potencial probablemente tenga su origen en la disminución de la participación femenina en el mercado de trabajo. Los datos disponibles sugieren que la caída de la participación laboral de las madres contribuyó en torno a un 20 % al descenso de la participación total de trabajadores entre los 25 y los 54 años (*prime age*)⁴. Al mismo tiempo, las recesiones pueden incentivar a las personas a prolongar sus estudios o a reanudarlos durante unos años como alternativa preferible al subempleo o el desempleo. Esto añadiría presiones a la baja sobre la participación en el mercado laboral en el corto plazo, pero incrementaría la productividad a más largo plazo.

El mercado de trabajo puede sufrir daños persistentes derivados de efectos de histéresis si las personas permanecen sin trabajar durante más tiempo, pierden sus habilidades o se desaniman. Este fenómeno probablemente se concentre en los sectores más afectados (por ejemplo, los que requieren interacción social). Con todo, la inversión estratégica dirigida a sectores que experimentaron cuellos de botella más intensos, junto con el hecho de que es probable que algunos sectores registren una expansión como consecuencia de las nuevas oportunidades de negocio creadas por la recesión (por ejemplo, productos químicos y farmacéuticos, y logística), podrían mitigar estos efectos adversos. En las economías avanzadas, el desempleo de larga duración aumentó alrededor de 1,5 puntos porcentuales, una cifra inferior a la de la Gran Recesión (panel b del gráfico C). En la medida en que el incremento del desempleo de larga duración se traduzca en una mayor tasa de paro estructural⁵ y las tasas de actividad no se recuperen por completo, es probable que la caída del factor trabajo siga constituyendo un lastre a largo plazo para el producto potencial en el futuro.

La productividad total de los factores (PTF) también se ha visto reducida por la perturbación del COVID-19, aunque el carácter «residual» y la ciclicidad intrínseca de esta variable requieren que se interprete con cautela. En 2020, el crecimiento tendencial agregado de la PTF descendió 0,2 puntos porcentuales con respecto a 2019, un retroceso similar al registrado durante la Gran Recesión (gráfico D)⁶. Pese a la considerable incertidumbre asociada a la cuantificación de esta variable no observable, la valoración de los argumentos económicos sugiere que la pandemia deterioró la eficiencia global para combinar los factores de producción. La menor eficiencia productiva podría estar relacionada con un menor dinamismo en la entrada de nuevas empresas, en un contexto de aumento de la incertidumbre acerca del entorno económico y de una salida limitada de las empresas ineficientes

³ Véanse, por ejemplo, J. Furman, M. S. Kearney y W. Powell III, «The role of childcare challenges in the US jobs market recovery during the COVID-19 pandemic», *NBER Working Paper*, n.º 28934, junio de 2021; L. Bauer, «Mothers are being left behind in the economic recovery from COVID-19», Up Front, Brookings Institution, 6 de mayo de 2021 y, Organización Internacional del Trabajo, «Fallout of COVID-19: Working moms are being squeezed out of the labour force», 27 de noviembre de 2020.

⁴ Pese a que su tasa de actividad suele ser más baja. Véase, por ejemplo, el [ILO-UN Women study](#), en el que, a partir de datos de 84 países, se concluye que esta tasa es del 95 % entre los hombres de entre 25 y 54 años, mientras que entre las mujeres en el mismo rango de edad se sitúa en el 52 %.

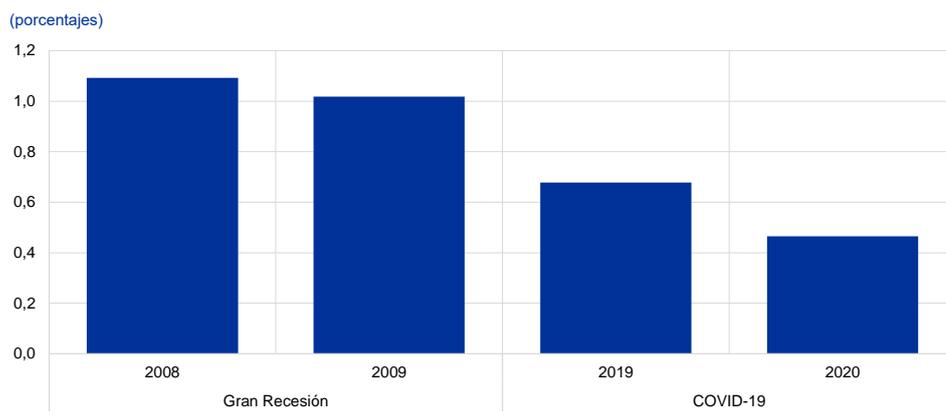
⁵ Medida por la tasa de paro no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés).

⁶ En el recuadro 4 de este Boletín Económico se describe la evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19.

como consecuencia de las generosas medidas de apoyo. Además, las interrupciones en las cadenas de suministro se están plasmando de manera creciente en una reasignación menos eficiente de los recursos. La adaptación a los nuevos sistemas de trabajo en remoto también entraña costes. Un aspecto positivo es que los progresos en la automatización y la digitalización podrían mejorar la eficiencia, si bien es probable que estos efectos tarden más en materializarse por completo.

Gráfico D

Crecimiento tendencial de la productividad total de los factores



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Notas: El crecimiento tendencial de la PTF global se calcula agregando las tasas de crecimiento tendencial de la PTF de nueve economías (Brasil, China, India, Japón, México, Rusia, Corea del Sur, Turquía y Estados Unidos) utilizando ponderaciones del PIB en términos de PPA. Las tasas de crecimiento tendencial de la PTF de estos países se obtienen empleando una función de producción de tipo Cobb-Douglas estándar.

En general, el nivel del producto potencial mundial ha disminuido durante la pandemia, aunque menos que en el período de la Gran Recesión, y principalmente como consecuencia de factores temporales. La inversión se vio perjudicada, pero su caída fue breve. Además, la debilidad de los mercados de trabajo redujo temporalmente el empleo potencial, y hay indicaciones de un retroceso en el avance de la PTF. De cara al futuro, las perspectivas relativas al producto potencial mundial dependen del ajuste a la situación económica pospandemia y, en gran medida, de la retirada gradual de las medidas de apoyo público. El amplio alcance de los estímulos proporcionados por las políticas monetaria y fiscal contribuyó a evitar una oleada de quiebras y el desempleo masivo. En consecuencia, una retirada prematura del apoyo podría ser costosa y lastrar el producto potencial de la economía (por ejemplo, a través de quiebras ineficientes⁷ y retiradas de capital). La aplicación de una combinación adecuada de políticas de empleo será fundamental para promover una recuperación equitativa y sostenible de la crisis del COVID-19, y ayudará a los trabajadores a evitar su desvinculación permanente del mercado laboral.

⁷ Véase, por ejemplo, Consejo de Estabilidad Financiera, «COVID-19 support measures: Extending, amending and ending», 2021.

2 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras

Gabe de Bondt, Friderike Kuik y Richard Morris

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos entre el BCE y representantes de 68 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 4 y el 13 de octubre de 2021¹.

Los contactos señalaron un intenso crecimiento de la actividad en general, pero muchos afirmaron que las restricciones de oferta estaban limitando cada vez más su capacidad para atender la demanda. Los contactos del sector de manufacturas indicaron que las carteras de pedidos eran sólidas y los plazos de entrega dilatados, pero que la escasez de insumos dificultaba que pudiera satisfacerse la demanda de pedidos. El acuciante desabastecimiento de semiconductores continuaba, y la propagación de la variante delta del coronavirus (COVID-19) en Asia había afectado adicionalmente al suministro de chips. Esto se tradujo en una caída pronunciada de la producción automovilística y de la demanda de insumos intermedios relacionados. En cambio, los contactos manifestaron que la demanda de muchos bienes de consumo no duradero estaba creciendo y que la de bienes duraderos para el hogar se mantenía robusta, lo que, a su vez, estaba sosteniendo la demanda de la mayoría de los bienes intermedios. Ante la fortaleza de las carteras de pedidos, la mayoría de los contactos afirmaron que la insuficiencia de materiales y componentes estaba frenando la actividad manufacturera, lo que también estaba relacionado con la congestión de los puertos de carga de contenedores. En el sector de la construcción, la actividad se estaba viendo lastrada asimismo por la escasez de materiales y de mano de obra, pese a que la demanda de inversión, tanto residencial como no residencial, era intensa o se estaba recuperando. La evolución del comercio minorista y de los servicios de transporte reflejaba el vigor continuado de la demanda de bienes manufacturados. En otras ramas de los servicios, los contactos señalaron, en general, un crecimiento estable o robusto de la actividad. Los servicios relacionados con los viajes de ocio, la hostelería y las actividades recreativas habían repuntado con bastante fuerza durante el verano, aunque la actividad en estos sectores permanecía en niveles claramente inferiores a los registrados antes de la pandemia. La demanda de servicios de TI y de telecomunicaciones continuaba siendo sólida, mientras que los servicios de medios de comunicación y de publicidad se estaban recuperando de forma sostenida de los mínimos provocados por la pandemia.

De cara al futuro, la mayoría de los contactos se mostraron optimistas sobre las perspectivas relativas a la actividad en el cuarto trimestre de 2021 y posteriormente. La fortaleza de las carteras de pedidos sostendría la producción de las manufacturas durante varios meses o trimestres, al tiempo que la relajación adicional de las restricciones a los viajes daría un impulso adicional a la actividad de

¹ Para más información sobre la naturaleza y el objetivo de estos contactos, véase el artículo titulado «The ECB's dialogue with non-financial companies», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

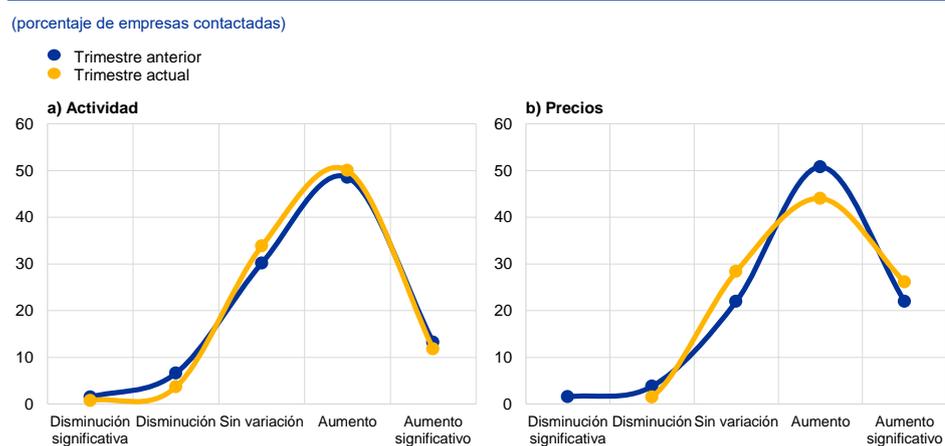
los servicios relacionados. Con todo, la reciente subida de los precios energéticos estaba generando más incertidumbre en torno a la producción en sectores intensivos en energía. Además, el aumento de la inflación podría reducir la renta real disponible y la demanda de consumo final. Los contactos indicaron que era probable que las interrupciones en las cadenas de suministro persistieran durante varios meses y que disminuyeran de forma gradual en el transcurso de 2022, mientras que en 2023 se acometerían inversiones en capacidad más sustanciales.

Los contactos indicaron un aumento del empleo, pero también una creciente falta de mano de obra y tasas de abandono elevadas, lo que se traducía en muchas vacantes sin cubrir.

Numerosas empresas mencionaron que había escasez de candidatos, lo que afectaba de manera acusada a las que intentaban contratar personal nuevo o reincorporar empleados a gran escala. Esta circunstancia se atribuía a la marcha de trabajadores a otros sectores, al retorno de estos a sus países de origen (en el caso de los trabajadores extranjeros) o a un reequilibrio entre la vida profesional y personal, factores que podrían persistir en distinta medida. También señalaron determinantes estructurales relacionados con las preferencias de empleo y con el envejecimiento. La demanda embalsada para cambiar de trabajo, junto con las menores limitaciones geográficas (debido al teletrabajo) se habían plasmado, asimismo, en tasas de abandono más elevadas. La tradicional escasez de algunos trabajadores (como ingenieros de *software* y camioneros) no solo se estaba acentuando, sino que estaba aumentando en otro tipo de profesiones, aunque en distinto grado de unas áreas geográficas a otras.

Gráfico A

Resumen de las opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad y los precios



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones correspondientes al trimestre anterior reflejan la valoración de los expertos del BCE de lo manifestado por los contactos sobre la evolución de la actividad (ventas, producción y pedidos) y de los precios en el tercer trimestre de 2021. Las puntuaciones relativas al trimestre actual reflejan la valoración de las afirmaciones de los contactos sobre las perspectivas relativas a la actividad y los precios en el cuarto trimestre de 2021.

Los contactos del sector industrial indicaron aumentos significativos de los precios de venta, mientras que la evolución de los precios de los servicios fue menos dinámica. Esta situación era parecida a la descrita tres meses antes, cuando muchos de los precios de los insumos y de venta ya registraban el mayor

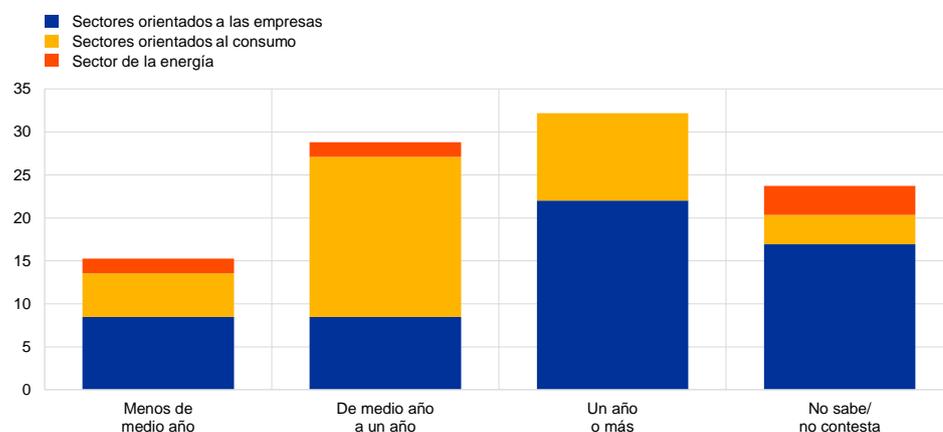
ritmo de crecimiento observado en muchos años. Con todo, la persistencia de unos costes elevados o crecientes de los insumos, así como el fuerte incremento reciente de los precios de la energía, hicieron que numerosos contactos aumentaran sus expectativas de precios para el próximo año y que anticiparan una transmisión más intensa a los precios de consumo. En concreto, la mayoría de los contactos de los sectores orientados a las empresas describieron un entorno propicio para trasladar las subidas de los costes a sus clientes, dado que la prioridad de estos últimos es asegurarse el suministro, y muchos esperaban una transmisión adicional significativa a los consumidores. Al mismo tiempo, en sectores más orientados al consumo, numerosos contactos consideraban que la fuerte competencia dentro del sector del comercio minorista y la procedente del comercio *online* limitarían la traslación a los precios finales de consumo.

Los contactos seguían esperando que los precios de los bienes intermedios industriales descendieran en algún momento de 2022, pero anticipaban un repunte de la inflación salarial. Los precios de algunas materias primas ya alcanzaron un máximo hacia mediados de este año y, aunque los de otras continuaban aumentando, la mayor parte de los contactos aún esperaba que se estabilizaran o disminuyeran en los próximos trimestres. Con todo, la transmisión de las presiones latentes a través de la cadena de valor persistiría durante algún tiempo. De no revertir, el fuerte incremento reciente de los precios del gas y de la electricidad elevaría adicionalmente los costes el próximo año a medida que se renueven los contratos. La mayoría de los contactos anticipaba mayores subidas de los salarios en las próximas negociaciones, como consecuencia del reciente repunte de los precios de consumo. Al margen de la presión para sostener las rentas reales, estas negociaciones reflejarían la mejora de los beneficios empresariales (que en determinados casos se plasmaría en el pago de retribuciones variables más que en mejoras salariales), cierto grado de convergencia en las empresas donde los salarios estuvieron más contenidos durante la pandemia, y un mayor tensionamiento de las condiciones del mercado de trabajo. Sin embargo, para algunos contactos, la principal preocupación no era el aumento de los salarios negociados, sino los sueldos más altos que tenían que ofrecerse para atraer nuevo personal.

Gráfico B

Resumen de las opiniones sobre la persistencia de las restricciones de oferta y de las presiones inflacionistas sobre los insumos

(porcentaje de empresas contactadas)



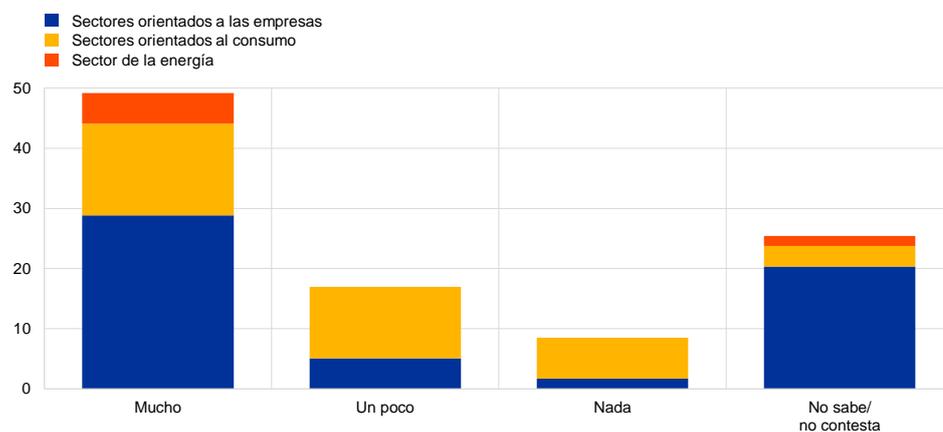
Fuente: BCE.

Notas: En este gráfico se presenta la interpretación de los expertos del BCE de las afirmaciones de los contactos sobre la probable duración de las restricciones de oferta y de las presiones inflacionistas sobre los insumos que afronta su sector en la actualidad, incluidas las relacionadas con la escasez de insumos, los retrasos en el transporte, los costes energéticos y la escasez de mano de obra. Las opiniones se expresan en porcentaje de los contactos que afirmaron que su empresa o sector estaba experimentando restricciones de oferta y/o presiones inflacionistas sobre los insumos. Los sectores orientados a las empresas incluyen los de bienes intermedios y de equipo, construcción, transporte y servicios empresariales, y los orientados al consumo comprenden los de bienes de consumo (entre ellos, alimentación y bebidas), comercio minorista y servicios de consumo.

Gráfico C

Resumen de las opiniones sobre la medida en que las presiones de costes actuales se trasladarán a los precios de consumo

(porcentaje de empresas contactadas)



Fuente: BCE.

Notas: En este gráfico se presenta la interpretación de los expertos del BCE de las afirmaciones de los contactos sobre la medida en que las inusuales presiones de costes que afrontan se trasladarán a los precios de consumo. Las opiniones se expresan en porcentaje de los contactos que afirmaron que su empresa o sector estaba experimentando restricciones de oferta y/o presiones inflacionistas sobre los insumos. Los sectores orientados a las empresas incluyen los de bienes intermedios y de equipo, construcción, transporte y servicios empresariales, y los orientados al consumo comprenden los de bienes de consumo (entre ellos, alimentación y bebidas), comercio minorista y servicios de consumo.

3 Evolución de la oferta de trabajo en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19

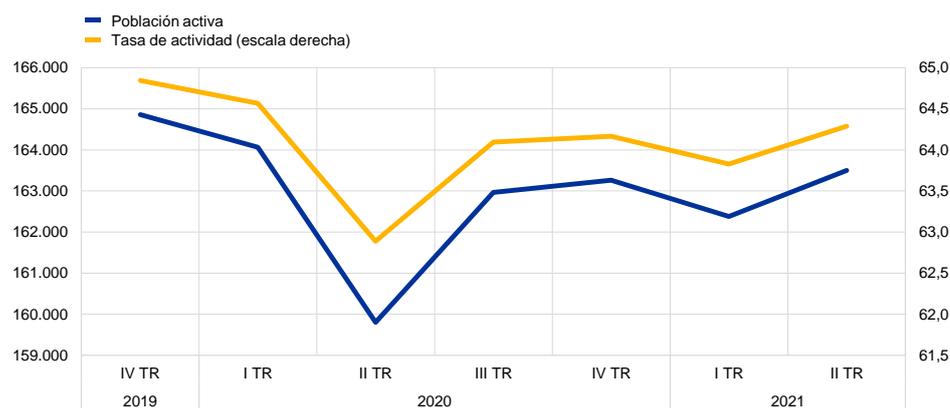
Katalin Bodnár y Derry O'Brien

En este recuadro se analizan los factores que han contribuido a la evolución de la tasa de actividad durante la pandemia, así como sus perspectivas. Este análisis es relevante para las políticas económicas, ya que una tasa de actividad reducida durante un período prolongado podría ser indicativa de cicatrices en el mercado de trabajo, mientras que una recuperación continuada puede ayudar a subsanar la escasez de mano de obra, a contener las incipientes presiones salariales y a respaldar la recuperación económica en su conjunto.

La oferta de trabajo en la zona del euro sigue viéndose afectada negativamente por la pandemia. La tasa de actividad de la zona —uno de los principales indicadores de la oferta de trabajo— se situó en el 64,3 % en el segundo trimestre de 2021, frente al mínimo del 62,9 % registrado en el segundo trimestre de 2020 (gráfico A)¹. Con todo, continúa en torno a 0,6 puntos porcentuales por debajo de su nivel previo a la pandemia (cuarto trimestre de 2019), lo que supone alrededor de 1,4 millones de trabajadores menos en la población activa². Datos mensuales de desempleo más recientes, aunque todavía preliminares, correspondientes a julio y agosto sugieren que la población activa se recuperó ligeramente en el tercer trimestre de 2021.

Gráfico A
Oferta de trabajo en la zona del euro

(miles; porcentaje de la población en edad de trabajar)



Fuentes: Estadísticas sociales europeas integradas de Eurostat y cálculos del BCE.

- ¹ Los términos «oferta de trabajo» y «población activa» se utilizan indistintamente en este recuadro. La población activa es la suma de los trabajadores ocupados y desempleados (de entre 15 y 74 años de edad). La tasa de actividad se calcula como la ratio entre la población activa y la población en edad de trabajar (quienes tienen entre 15 y 74 años).
- ² Estos datos deben interpretarse con cierta cautela, puesto que pueden ser objeto de revisiones mayores de lo habitual relacionadas con la aplicación en curso de la normativa de estadísticas sociales europeas integradas (IESS, por sus siglas en inglés).

La evolución reciente de la población activa ha tendido a reflejar, en parte, la severidad de las medidas de contención de la pandemia. En los países de la zona del euro, las cifras de población activa descendieron de forma acusada en el segundo trimestre de 2020 (gráfico B), fundamentalmente debido a la caída del empleo, ya que el número de trabajadores en paro solo experimentó un leve retroceso. Sin embargo, es probable que el apoyo generalizado proporcionado por los programas de mantenimiento del empleo haya frenado el tránsito del empleo a la inactividad, lo que ha evitado una reducción mucho mayor de la población activa. A raíz de cierta relajación de las medidas de contención en el tercer trimestre de 2020, se produjo un repunte rápido, aunque parcial, de la población activa, si bien ello se debió, en parte, a un aumento del número de desempleados. La severidad de las medidas de contención continuó reflejándose posteriormente, en cierta medida, en la evolución de la población activa, lo que explica el nuevo descenso transitorio de sus efectivos en el primer trimestre de 2021. Este comportamiento de la población activa estuvo muy acompasado con el movimiento en sentido contrario del número de trabajadores desanimados, es decir, aquellos que están disponibles para trabajar, pero no buscan empleo activamente (por ejemplo, porque creen que no lo van a encontrar) y, por lo tanto, se consideran inactivos. Esta estrecha correspondencia entre la población activa y los trabajadores desanimados contrasta con el patrón observado antes de la pandemia y puede deberse, en parte, al hecho de que la población en edad de trabajar apenas ha cambiado durante la pandemia, mientras que, hasta entonces, había ido en aumento. Ya antes de la pandemia se preveía una desaceleración del crecimiento de la población en edad de trabajar como consecuencia del envejecimiento poblacional, ya que las cohortes que entran en esa edad son menos numerosas que las que la dejan atrás³. Se esperaba que la inmigración neta a la zona del euro contrarrestara esta tendencia y permitiera que la población en edad de trabajar siguiera incrementándose. Sin embargo, si se consideran las estadísticas de población por nacionalidad, el crecimiento de la población extranjera en la zona del euro se ha interrumpido desde que comenzó la crisis de la pandemia, mientras que anteriormente aumentaba. Aunque las limitaciones estadísticas dificultan la valoración de los efectos en la migración, se dispone de cierta evidencia de que algunos trabajadores foráneos han regresado a sus países de origen⁴. Como consecuencia de la moderación de la inmigración neta, la población en edad de trabajar se ha estancado en los últimos trimestres.

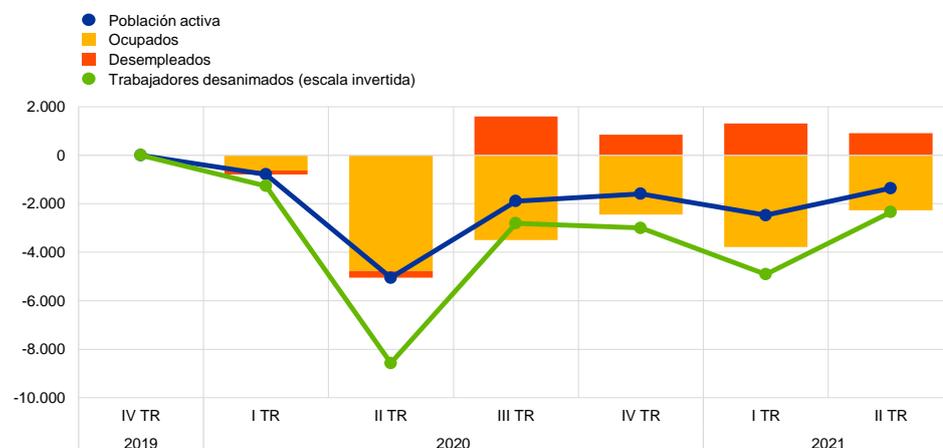
³ Véase el recuadro 1, titulado «Evolution of the ECB's analytical framework», en «[The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 277, Banco Central Europeo, septiembre de 2021.

⁴ Véanse el recuadro titulado «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)» en este Boletín Económico e «[International Migration Outlook 2021](#)», OCDE, 2021.

Gráfico B

Población activa y trabajadores desanimados en la zona del euro

(miles, variación acumulada desde el cuarto trimestre de 2019)



Fuentes: Estadísticas sociales europeas integradas de Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las series están desestacionalizadas.

La evolución de la oferta de trabajo ha sido bastante heterogénea en los principales países de la zona del euro durante la pandemia.

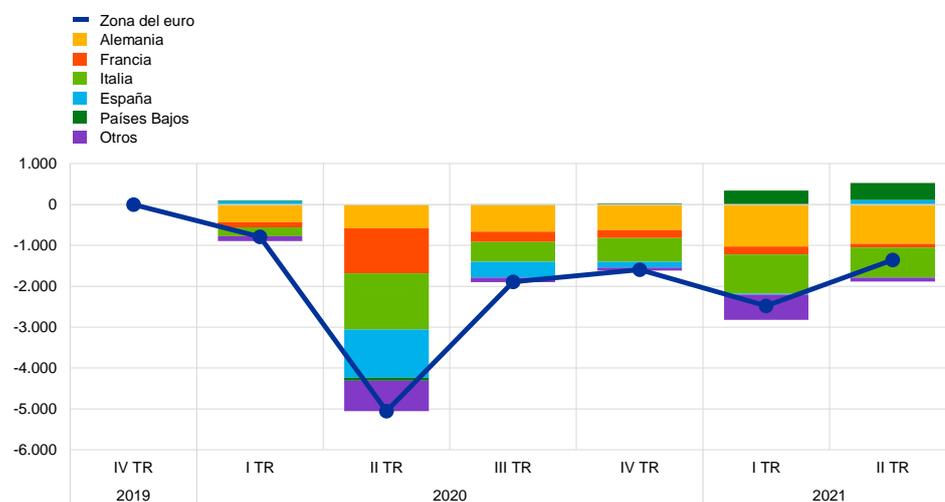
El número de trabajadores que integran la población activa continúa claramente por debajo de las cotas previas a la pandemia en Alemania e Italia, se acerca a esos niveles en Francia y España y es notablemente superior en los Países Bajos (gráfico C). Esta heterogeneidad entre países —que también ha quedado reflejada en las tasas de actividad correspondientes— puede obedecer a varios factores. Primero, los países se encuentran en etapas diferentes del proceso de envejecimiento poblacional y la población en edad de trabajar ya ha empezado a reducirse en algunos (por ejemplo, Alemania), mientras que en otros (como España) todavía está aumentando. Segundo, la tasa de actividad presenta diferencias considerables entre grupos demográficos, lo que significa que un cambio en la estructura de la población en edad de trabajar puede afectar a la población activa agregada. La proporción de cohortes de más edad ha estado creciendo en todos los países de la zona del euro, pero, como consecuencia de las diferencias de nivel entre las proporciones de las cohortes de más edad (y otras cohortes) en sus poblaciones, el efecto de su incremento tendencial sobre la población activa ha sido bastante heterogéneo⁵. Por último, el impacto de la pandemia en los trabajadores migrantes y, por tanto, en la oferta de trabajo, también ha sido heterogéneo entre países.

⁵ Para más información, véase el artículo titulado «Labour supply and employment growth» *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2018.

Gráfico C

Población activa en la zona del euro y en los principales países de la zona

(miles, variación acumulada desde el cuarto trimestre de 2019)



Fuentes: Estadísticas sociales europeas integradas de Eurostat y cálculos del BCE.

Entender el efecto de los determinantes estructurales y cíclicos en la tasa de actividad de los distintos grupos demográficos ayuda a determinar con mayor precisión el impacto de la pandemia y a elaborar previsiones.

La tasa de actividad de los trabajadores jóvenes y de los hombres de entre 25 y 54 años era la que mostraba mayor correlación con el ciclo económico antes de la pandemia (panel a del gráfico D). Al mismo tiempo, la tasa correspondiente a los trabajadores de más edad y a las mujeres de entre 25 y 54 años era más independiente del ciclo económico. La tasa de actividad de las personas con un nivel medio de estudios presentaba una fuerte correlación con el crecimiento del PIB, mientras que los movimientos de las tasas correspondientes a los trabajadores con niveles educativos superiores e inferiores eran menos cíclicos o acíclicos. Los determinantes estructurales también eran diferentes. La tasa de actividad de los trabajadores de más edad exhibía una tendencia creciente antes de la pandemia, reflejo de su mayor nivel de estudios y del efecto de anteriores reformas de los sistemas de pensiones, entre otros factores⁶. Asimismo, la participación laboral de las mujeres de entre 25 y 54 años describía una trayectoria ascendente, aunque menos acusada⁷.

Los efectos de la perturbación provocada por el coronavirus (COVID-19) en la tasa de actividad de algunos grupos demográficos no fueron los que cabría haber esperado, dado su patrón cíclico previo.

Con todo, la valoración depende del escenario contrafactual utilizado, es decir, del supuesto acerca de lo que habría ocurrido de no haberse producido la perturbación de la pandemia. Cuando se utilizan escenarios contrafactuales que tienen en cuenta las tendencias observadas antes de la pandemia, la mayor brecha de la tasa de actividad —es decir, la

⁶ Para más detalles, véase el artículo titulado «Drivers of rising labour force participation – the role of pension reforms», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

⁷ Para más detalles, véase el artículo titulado «Hours worked in the euro area», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021.

diferencia entre la tasa de actividad observada y el escenario contrafactual sin la perturbación de la pandemia— corresponde a los trabajadores de edad más avanzada y a aquellos con niveles educativos bajos y medios, respectivamente (panel b del gráfico D). La incidencia aparentemente elevada de la perturbación en la tasa de participación de los trabajadores de más edad no concuerda con patrones cíclicos anteriores. Esta discrepancia se debe al carácter singular de la perturbación. El temor a contagiarse puede ser uno de los factores determinantes de las observaciones relativas a los trabajadores mayores⁸. En cambio, la tasa de actividad de los jóvenes puede haberse beneficiado de la escasez de mano de obra y de su menor miedo al contagio en el lugar de trabajo⁹.

⁸ Existe cierta evidencia de que, en Estados Unidos, se produjo un aumento de la jubilación anticipada. Véase, por ejemplo, M. Faria-e-Castro (2021): «[The COVID Retirement Boom](#)», Federal Reserve Bank of St. Louis, *Economic Synopses*, n.º 25, 2021.

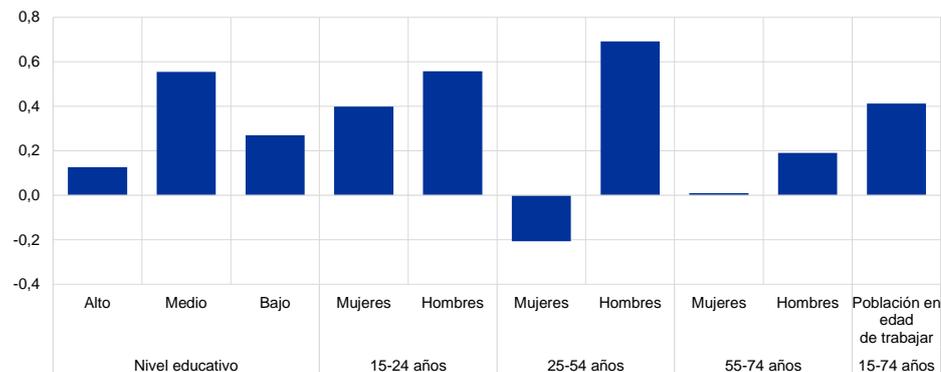
⁹ Otros aspectos de la heterogeneidad también pueden ser importantes, pero el análisis de su papel está sujeto a limitaciones de datos. Uno de esos aspectos es el efecto de la pandemia en la inmigración. En algunos países de la zona del euro, los incrementos de la población activa antes de la pandemia se debieron en gran medida a la inmigración. Es posible que el flujo neto de inmigración se haya ralentizado, mientras que puede haberse producido cierta emigración a raíz de la perturbación causada por la pandemia. No obstante, los datos llegan con cierto retardo y están sujetos a un grado de incertidumbre mayor del habitual. Además, el efecto en la tasa de actividad puede ser ambiguo.

Gráfico D

Ciclicidad de la tasa de actividad de distintos grupos de población y brecha de la tasa de actividad en el segundo trimestre de 2021

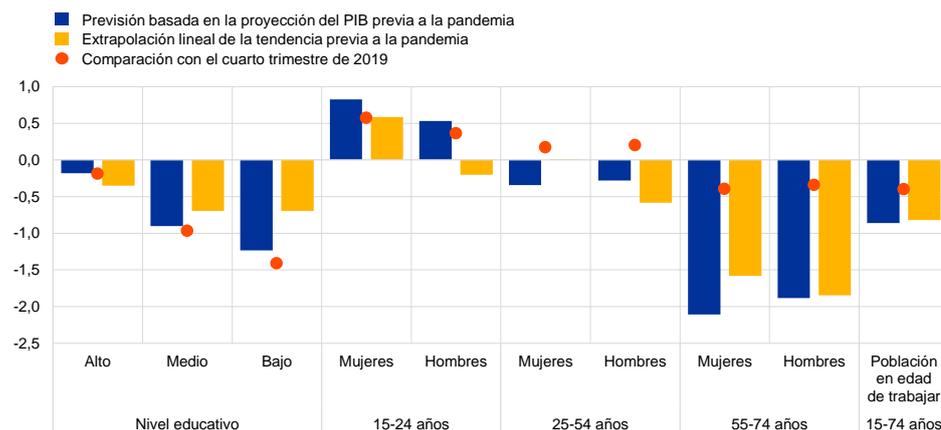
a) Correlación del componente cíclico de la tasa de actividad con la brecha de producción en el período comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el último trimestre de 2019¹⁰

(coeficiente de correlación)



b) Brecha entre la tasa de actividad y distintos escenarios contrafactuales

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE

Notas: En el panel a, se calcula la correlación para el período 2005-2019 entre la brecha de producción y el valor de la tasa de actividad obtenido mediante el filtro de Hodrick-Prescott, retardado un trimestre. La brecha de producción se calcula utilizando las estimaciones del producto potencial de la Comisión Europea. El filtro de Hodrick-Prescott se aplica a la tasa de actividad por grupos de edad, sin tener en cuenta las observaciones durante la pandemia, que se reemplazan con las procedentes de un escenario contrafactual para los años 2020-2021, con el fin de mitigar tanto la incertidumbre del final de la muestra como el impacto de la perturbación en la tendencia de la tasa de participación previa a la pandemia. En el panel b, el primer escenario contrafactual se obtiene mediante regresiones que relacionan la variación de la tasa de actividad con el crecimiento del PIB y los niveles retardados de dicha tasa, y previendo la trayectoria usando las proyecciones del PIB anteriores a la pandemia (proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2019).

La recuperación de la tasa de actividad hasta los niveles observados antes de la pandemia llevará tiempo, incluso si los trabajadores desanimados se reintegran rápidamente en la población activa. En el pasado, las crisis han

tendido a lastrar la tasa de actividad durante un período prolongado. Una vez tenida en cuenta la tendencia al alza de la tasa de actividad (gráfico E), la brecha actual con respecto a la dinámica previa a la crisis es más evidente y se estima en unos -0,75 puntos porcentuales. Esta estimación está sujeta a cierto grado de

¹⁰ La correlación con la tasa de desempleo agregada como indicador alternativo del ciclo económico ofrece una imagen muy parecida.

incertidumbre¹¹. Todavía no está claro si la pandemia afectará a la tendencia de la tasa de participación ni cuál será la magnitud de las cicatrices. Las estimaciones anteriores sugieren que los grupos que más habían contribuido a la tendencia al alza de esta tasa antes de la pandemia son también los principales causantes de que se sitúe por debajo de su trayectoria contrafactual. Si estos cambios se mantienen en el tiempo, el crecimiento futuro de la tasa de actividad puede ser más limitado de lo que se preveía antes de la pandemia.

Una recuperación gradual de la tasa de actividad agregada también podría considerarse coherente, en líneas generales, con las regularidades históricas.

En general, su elevada persistencia obedece fundamentalmente a la rigidez de las actividades laborales no de mercado¹². Esta puede ser aún más acusada si la pandemia ha llevado a los trabajadores, en mayor medida que en crisis anteriores, a replantearse sus objetivos profesionales y a adquirir nuevas competencias retomando los estudios. Los trabajadores desanimados pueden reincorporarse a la población activa con relativa rapidez, pero incluso si su número retornara a las cifras habituales previas a la pandemia, seguiría habiendo un déficit. La recuperación de la tasa de actividad también depende de la fortaleza del repunte de la demanda de trabajo.

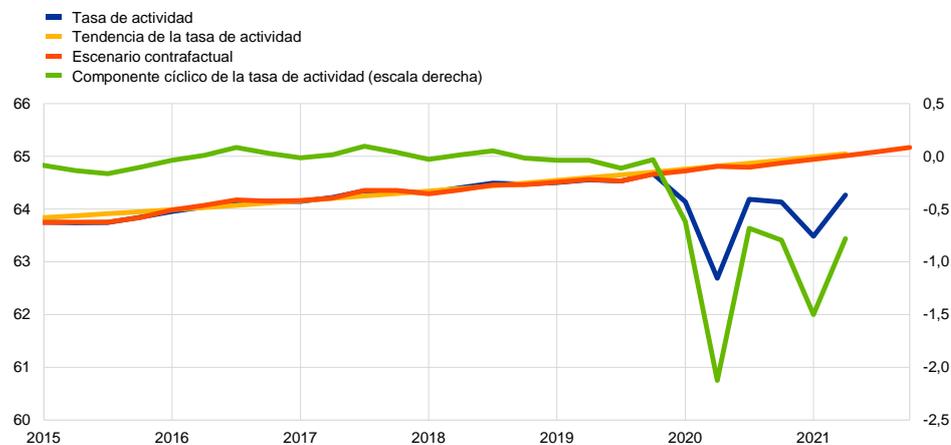
¹¹ Primero, los datos pueden someterse a revisiones mayores de lo habitual relacionadas con la aplicación en curso de la normativa IESS. Segundo, tanto la descomposición tendencia-ciclo como la extrapolación incorporan cierto grado de incertidumbre. Con el fin de valorar la robustez de la estimación de esta brecha, se probaron otros métodos. Dada la persistencia de la evolución de la tasa de actividad, la estimación del escenario contrafactual no es muy sensible a la metodología utilizada, y la brecha estimada se mantiene entre -0,7 y -0,9 puntos porcentuales.

¹² Para conocer evidencia sobre el papel de las actividades laborales no de mercado como determinantes del retraso de la recuperación cíclica, véase, por ejemplo, para Estados Unidos, T. Cajner, J. Coglianese y J. Montes, «[The Long-Lived Cyclicity of the Labor Force Participation Rate](#)», *Finance and Economics Discussion Series*, Board of Governors of the Federal Reserve System, n.º 2021-047, 2021; véase también, para 30 países de la OCDE, R. Duval, M. Eris y D. Furceri, «[The effects of downturns on labour force participation](#)», *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 875.I, 2011.

Gráfico E

Tendencia y componente cíclico de la tasa de actividad

(porcentaje de población en edad de trabajar y desviación respecto de la tendencia en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al grupo de edades comprendidas entre los 15 y los 74 años. La tendencia se obtiene utilizando un filtro de Hodrick-Prescott ($\lambda=1600$), incluyendo en la muestra de la estimación datos de previsiones para el período posterior a 2019 con el fin de aliviar los problemas de final de muestra y excluir el efecto de la pandemia sobre la tendencia. El componente cíclico es la desviación de la tasa de actividad observada y la tendencia obtenida mediante la aplicación del filtro de Hodrick-Prescott. El escenario contrafactual se obtiene mediante la agregación de las trayectorias contrafactuales de distintos grupos poblacionales. Estas se calculan mediante regresiones que relacionan la variación de la tasa de actividad con el crecimiento del PIB y retardos de dicha tasa y previendo la trayectoria utilizando las proyecciones del PIB previas a la pandemia (proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2019). Para la agregación se utilizan las proyecciones de población de Eurostat. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021.

El impacto de la pandemia de COVID-19 en el crecimiento de la productividad del trabajo

Paloma López-García y Bela Szörfi¹

El crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro, medido por el PIB real por hora trabajada, aumentó al inicio de la pandemia de coronavirus (COVID-19) y luego disminuyó durante la posterior recuperación económica².

Esta evolución contradice la idea general de que la productividad es procíclica, y refleja el carácter único de esta crisis³. En el presente recuadro se examinan las tendencias recientes de la productividad laboral y se considera en qué medida algunas de ellas podrían desaparecer o consolidarse después de la crisis.

Entre el último trimestre de 2019 y el primero de 2021, el crecimiento de la productividad del trabajo se mantuvo en territorio positivo en la zona del euro e incluso se aceleró en comparación con el período previo a la pandemia (gráfico A).

La tasa media de crecimiento interanual del PIB real por hora trabajada se incrementó hasta situarse en el 1,7 % durante el citado período, más del doble del promedio registrado antes de la pandemia (2014-2019), mientras que el PIB real y el total de horas trabajadas registraron un descenso medio interanual del 5,7 % y del 7,4 %, respectivamente. La caída del empleo fue muy inferior, fundamentalmente debido a los distintos programas de mantenimiento de puestos de trabajo establecidos en varios países de la zona del euro —el empleo se redujo, en promedio, un 1,6 % en términos interanuales en el mismo período—. En cambio, esta tendencia se invirtió en el segundo trimestre de 2021, en el que las horas trabajadas y el empleo repuntaron con fuerza, lo que se tradujo en una ralentización del crecimiento de la productividad. Con todo, esta se sitúa actualmente más de un 2 % por encima del nivel prepandemia observado en el cuarto trimestre de 2019.

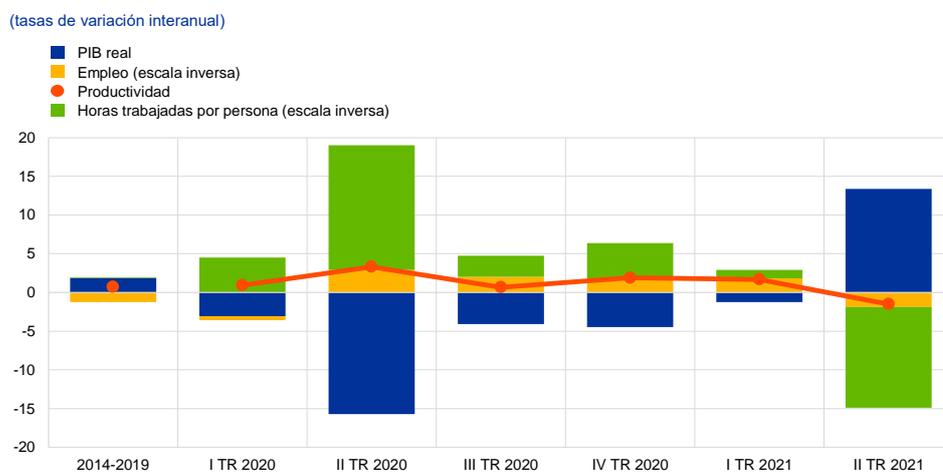
¹ Los autores expresan su agradecimiento a sus colegas en el BCE Vasco Botelho, Rodrigo Barreira, Paul Reims y Charles Hoffreumon por sus sugerencias.

² La productividad total de los factores (PTF) es otra medida de la productividad. La evolución del crecimiento de la PTF fuera de la zona del euro se analiza en el recuadro 1.

³ Un trabajo de Basu y Fernald, por ejemplo, empieza diciendo que la productividad aumenta en las fases expansivas y cae en las recesiones. Véase S. Basu y J. Fernald, «[Why Is Productivity Procyclical? Why Do We Care?](#)», *NBER Working Paper Series*, n.º 7940, octubre de 2000.

Gráfico A

PIB real por hora trabajada en la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La pandemia y las medidas de contención asociadas han afectado al crecimiento de la productividad agregada del trabajo por muchas vías distintas.

El análisis plasmado en este recuadro se ha organizado distinguiendo entre los canales con un impacto en el crecimiento de la productividad dentro de las empresas y aquellos que afectan a la reasignación de recursos entre empresas de un mismo sector y de distintos sectores de actividad. El crecimiento de la productividad en una empresa depende de la calidad de los factores de producción, de las prácticas de gestión, de la innovación y de la adopción tecnológica. La reasignación de recursos se produce como consecuencia de la expansión o la contracción de las compañías y del proceso de destrucción creativa por medio del cual empresas nuevas y productivas ocupan el lugar de las que han quedado obsoletas. La reasignación puede ser intersectorial o intrasectorial.

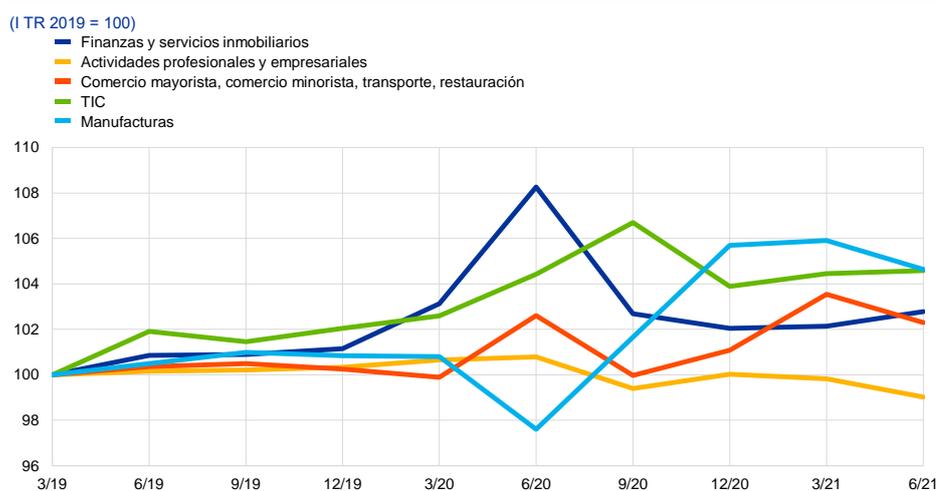
El crecimiento de la productividad dentro de las empresas se está viendo favorecido por la aceleración de la implantación de tecnologías digitales a raíz de la pandemia.

Las medidas de contención obligaron a las compañías a adaptarse rápidamente al trabajo a distancia y a establecer nuevos canales de ventas y de contacto con los clientes, lo que afectó a la forma en que organizan el trabajo y su negocio. Por lo tanto, cabe afirmar que la pandemia ha acelerado la tendencia de digitalización que ya había comenzado mucho antes de la crisis. El gráfico B muestra cómo la productividad, calculada como el valor añadido por hora trabajada en cada sector, aumentó poco después de la primera ola de confinamientos en sectores como los de tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) y finanzas, en los que los empleados podían trabajar en remoto y las empresas podían aprovechar las nuevas soluciones digitales. Algunas de estas ganancias de productividad se mantuvieron cuando las economías empezaron a reabrirse. Contribuyó a ello el comportamiento de las manufacturas y de los sectores de comercio mayorista y minorista y hostelería, en los que la mejora de la productividad empezó más tarde, pero continuó con fuerza hasta bien entrado 2021. La evidencia procedente de encuestas sugiere que esta evolución de sectores específicos refleja

rápidas ganancias de productividad derivadas de la digitalización, en especial en aquellas empresas y ramas de actividad que hacen un uso relativamente menos intensivo de la tecnología⁴. Aunque, con el tiempo, la adopción del trabajo a distancia podría revertirse en parte, es probable que otra parte se mantenga, al menos en algunos sectores, lo que podría abrir la puerta a mejoras sustanciales de la productividad y del bienestar de los trabajadores⁵.

Gráfico B

Valor añadido real por hora trabajada, distintos sectores



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE

Nota: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2021.

Sin embargo, en el futuro la pandemia también podría incidir negativamente en el crecimiento de la productividad dentro de las empresas.

Es posible que la intensificación de la salida de empresas por la retirada de medidas de apoyo destruya puestos de trabajo, lo que podría causar un deterioro de las cualificaciones si los trabajadores desplazados tardan en reasignarse a otras empresas. La acumulación de capital humano también podría verse afectada por las interrupciones de la educación y de la formación como consecuencia de confinamientos. Es posible que las disrupciones en las cadenas de suministro persistan, y que las empresas tengan que buscar nuevos proveedores, nuevas rutas de transporte o nuevas sedes de producción. Además, será importante que las condiciones financieras favorables se mantengan para que los nuevos proyectos de mejora de la productividad sean viables y para evitar que el sobreendeudamiento empresarial y la elevada incertidumbre debiliten la inversión en el futuro.

El impacto de la perturbación ha sido asimétrico, lo que ha provocado una reasignación de recursos entre sectores que mejora la productividad, al

⁴ Véase el recuadro 6, «Los efectos a largo plazo de la pandemia: resultados de una encuesta a empresas líderes», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

⁵ La pandemia de COVID-19 también podría agravar la desigualdad entre empresas si solo las mayores y más productivas adoptan las tecnologías digitales más avanzadas. El motivo es que las tecnologías digitales se caracterizan por su escalabilidad, por sus elevados costes fijos y por sus reducidos costes marginales, y se benefician de externalidades de red. Véase J. Haskel y S. Westlake, *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, noviembre de 2017.

menos en el corto plazo. Las medidas de contención de la pandemia han tenido un efecto considerable en sectores de servicios que dependen de la interacción social. Estos son, en promedio, relativamente menos productivos que otros sectores menos afectados, como las manufacturas o los que hacen un uso intensivo de la tecnología, que incluso se han beneficiado de la mayor demanda de soluciones *online*. Esta redistribución de la actividad entre sectores más y menos productivos podría servir para mejorar la productividad. Un análisis de «cambio de cuota» (*shift-share*) con datos trimestrales de la zona del euro confirma que, durante la pandemia, la reasignación de recursos entre sectores ha aportado entre el 30 % y el 40 % del crecimiento de la productividad agregada (panel a del gráfico C)⁶. Esto contrasta de forma acusada con el período precrisis, en el que la reasignación sectorial contribuyó poco —y de forma negativa— a este crecimiento. La evolución intrasectorial en las áreas menos afectadas por la perturbación explica el resto del crecimiento de la productividad agregada. Con todo, cabe considerar con cautela dos observaciones de cara al futuro. En primer lugar, no está claro en qué medida se prolongará en el tiempo la contribución de la reasignación sectorial —parece que su incidencia se ha reducido ya en el segundo trimestre de 2021, una tendencia que puede acelerarse conforme se vayan retirando las medidas de contención—⁷. En segundo lugar, reasignar puestos de trabajo y capital entre sectores siempre es más difícil, y lleva más tiempo, que hacerlo dentro de ellos, lo que podría lastrar la recuperación.

También hay indicios de que el proceso de destrucción creativa podría mejorar la productividad. La salida de empresas poco productivas se considera la parte positiva de las crisis⁸. Sin embargo, la naturaleza exógena y horizontal de esta perturbación —que afecta a todas las empresas de un determinado sector— no aseguraba que fuera a tener lugar un proceso de destrucción creativa favorable a la productividad. La evidencia pone de manifiesto que se han producido menos salidas que en anteriores crisis como consecuencia de las distintas medidas de apoyo a las empresas aplicadas por los Gobiernos⁹. Con todo, las simulaciones realizadas por el BCE indican que las empresas con más probabilidades de salir del mercado como consecuencia de la pandemia son menos productivas que otras que han demostrado una mayor capacidad de resistencia en sus sectores (panel b del

⁶ Un análisis de cambio de cuota descompone el crecimiento de la productividad del trabajo en tres elementos: i) el crecimiento de la productividad intrasectorial, manteniendo constante el peso económico de los sectores (contribución intrasectorial); ii) la variación de los pesos económicos de los sectores, manteniendo constante su productividad (contribución intersectorial), y iii) la interacción entre una variación de los pesos económicos y el crecimiento de la productividad del trabajo de los sectores (interacción o covarianza).

⁷ Véase N. Bloom, P. Bunn, P. Mizen, P. Smietankay y G. Thwaites, «[The Impact of Covid-19 on Productivity](#)», *NBER Working Paper Series*, n.º 28233, diciembre de 2020.

⁸ Aunque las crisis pueden intensificar la salida de empresas poco productivas y contribuir así al crecimiento de la productividad, también pueden debilitarla, dependiendo del tipo de perturbación y de las distorsiones en el mercado. Véase L. Foster, C. Grim y J. Haltiwanger, «[Reallocation in the Great Recession: Cleansing or Not?](#)», *Journal of Labor Economics*, vol. 34, n.º S1, 2016, pp. S293-S331.

⁹ Véase C. Criscuolo, «[Productivity and Business Dynamics through the lens of COVID-19: the shock, risks and opportunities](#)», documento de trabajo presentado en el ECB Forum on Central Banking 2021.

gráfico C)^{10, 11}. En cuanto a la entrada de empresas, datos recientes muestran que se redujo al comienzo de la crisis, pero luego se recuperó y alcanzó un nivel superior al previo a la pandemia en algunos países de la zona del euro, así como en el Reino Unido y en Estados Unidos¹².

¹⁰ Esta afirmación se basa en una simulación de desequilibrios a nivel de empresa que refleja la situación financiera de las empresas antes de la crisis y la dinámica del valor añadido de los sectores según las proyecciones de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020. Se consideran empresas en riesgo aquellas que tienen un capital circulante negativo y se encuentran en el 25 % superior de la distribución de apalancamiento en su país y sector.

¹¹ Estos resultados se han confirmado cruzando datos de una encuesta y datos administrativos en el caso de España (A. Fernández-Cerezo, B. González, M. Izquierdo y E. Moral-Benito, «[Firm-level heterogeneity in the impact of the COVID-19 pandemic](#)», *Documentos de trabajo*, n.º 2120, Banco de España, mayo de 2021) y en un marco multipaís en C. Criscuolo, *op. cit.*

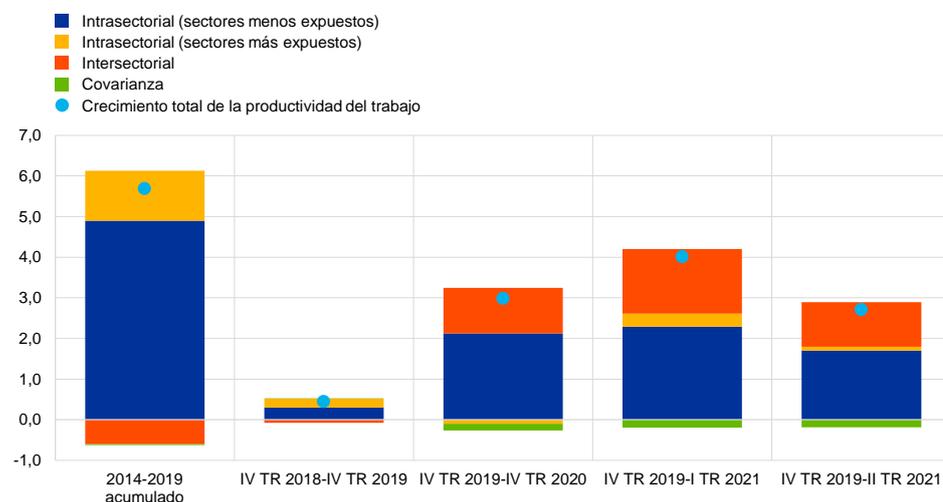
¹² Véase C. Criscuolo, *op. cit.*

Gráfico C

Impacto de la pandemia de COVID-19 en la reasignación de recursos y la productividad

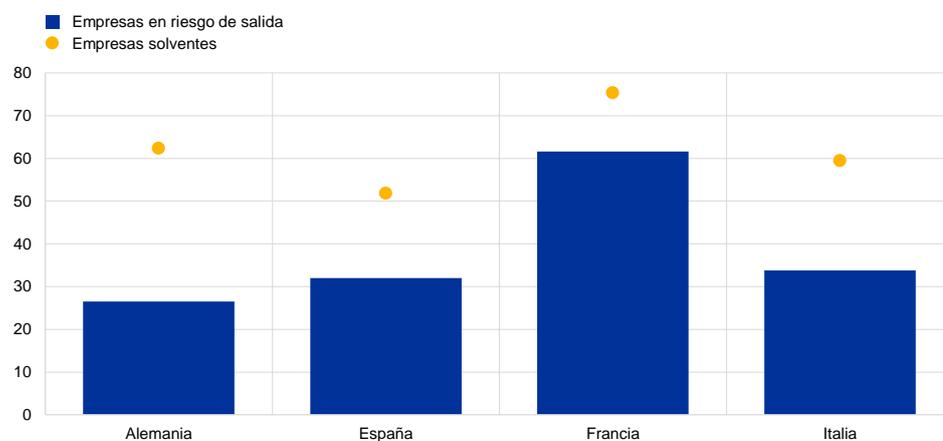
a) Contribución de la evolución inter- e intrasectorial al crecimiento de la productividad agregada

(puntos porcentuales)



b) Productividad de las empresas en riesgo de salida y las empresas solventes del mismo país y sector según simulaciones del BCE

(miles de euros)



Fuentes: Panel a: cálculos propios basados en datos de Eurostat; panel b: cálculos de ORBIS-iBACH y del BCE.

Notas: Panel a: productividad laboral del sector calculada como el valor añadido real por hora trabajada. La contribución intrasectorial se desglosa en la de los sectores menos afectados y la de los más afectados por la pandemia. Los sectores más expuestos son los de actividades artísticas y de ocio, hostelería y restauración, transporte, y comercio minorista y mayorista. Panel b: la productividad se define a nivel de empresa como el valor añadido real por trabajador. Se basa en una simulación de desequilibrios a nivel de empresa que refleja la situación financiera de las empresas antes de la crisis y la dinámica del valor añadido de los sectores según las proyecciones de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020. Los números se refieren al trimestre con el máximo de empresas en riesgo según las simulaciones. Las empresas en riesgo de salida se definen como aquellas que tienen un capital circulante negativo y están situadas en el 25 % superior de la distribución de apalancamiento en su país y sector.

De cara al futuro, el crecimiento de la productividad dependerá en gran medida de la consolidación de la adopción generalizada de tecnologías digitales y del diseño de las estrategias de retirada de las políticas de apoyo.

El artículo sobre tendencias de la productividad en este Boletín Económico destaca la ralentización de la difusión de la innovación y la tecnología en la zona del euro. En vista de ello, la aceleración observada en la digitalización podría ser un resultado positivo de la crisis. Sin embargo, la tendencia a largo plazo de la productividad

dependerá mucho de que las instituciones, las infraestructuras, las cualificaciones y los métodos de producción y de gestión se desarrollen y digitalicen en paralelo. Además, la adopción digital ha de ser generalizada y alcanzar a todos los sectores y empresas. Por último, el amplio apoyo proporcionado al sector empresarial por las políticas públicas ha sido crucial para mitigar el impacto inicial de la perturbación. Sin embargo, una vez que la recuperación se afiance de forma sostenible, el respaldo de las políticas ha de retirarse gradualmente, entre otros motivos, para que no se establezcan incentivos inapropiados que impidan la reasignación eficiente de los recursos. Por lo tanto, el diseño y el calendario de aplicación de las estrategias de retirada determinarán hasta qué punto la perturbación dejará nuevas secuelas en el crecimiento de la productividad agregada.

5 Evolución económica y perspectivas de los servicios de la zona del euro que requieren interacción social

Malin Andersson, Niccolò Battistini y Grigor Stoevsky

En este recuadro se hace balance de la evolución de la actividad económica de los servicios de la zona del euro que conllevan interacción social y que se han visto afectados negativamente por la pandemia. Durante la primera ola de la pandemia de coronavirus (COVID-19), la evolución del valor añadido de las manufacturas y los servicios fue muy similar, con una contracción superior al 15 % en el segundo trimestre de 2020 con respecto a los niveles previos a la pandemia. Con todo, desde entonces, la recuperación de ambos sectores ha seguido sendas muy diferentes. El repunte de la actividad de los servicios se vio interrumpido al comenzar 2021, dado que determinados servicios de consumo (en adelante, servicios que comportan una «mayor interacción social») prácticamente se cerraron por la reintensificación de la pandemia y el endurecimiento de las restricciones asociadas al COVID-19, mientras que otros servicios de consumo (en adelante, servicios que requieren una «menor interacción social») y las manufacturas siguieron recuperándose (panel a del gráfico A)¹.

Tras un 2020 con altibajos, los servicios que requieren una mayor interacción social comenzaron a repuntar en la primavera de 2021 y desde entonces han estado impulsando el crecimiento del PIB. La estimación preliminar de avance del PIB y los datos de producción apuntan a una continuidad en la recuperación del valor añadido de los servicios en el tercer trimestre de 2021. A medida que la economía de la zona del euro iba reabriéndose, el turismo fue un motor importante de la intensa recuperación de la actividad de los servicios que comportan una mayor interacción social. Esto, unido a los avances en las campañas de vacunación, ha hecho que, en los últimos meses, las encuestas de confianza de estos sectores se hayan situado en niveles previos a la pandemia o incluso los hayan superado (panel b del gráfico A). Además, los fuertes incrementos del gasto con tarjetas de crédito sugieren un uso más frecuente de los servicios que conllevan una mayor interacción social, como la hostelería. Con todo, pese al restablecimiento de la confianza, la actividad de estos sectores no ha recuperado por completo los niveles anteriores a la crisis y aún existe abundante capacidad ociosa. Aunque se considera que la utilización de la capacidad productiva ha aumentado considerablemente desde el segundo trimestre de 2021, en el cuarto trimestre representaba solo alrededor del 75 % de la capacidad total del subsector de turismo y viajes y un 85 % de la de los subsectores de alojamiento y restauración, los tres más afectados. Según las estimaciones, al final del tercer trimestre, el valor añadido de los servicios que

¹ Los servicios que requieren una mayor interacción social —que representaban el 22 % de la economía en su conjunto antes de la pandemia— se refieren al comercio mayorista y minorista, el transporte, y los servicios de alojamiento y restauración (clasificación NACE2 Rev2: G, H, I), así como a las actividades artísticas y de entretenimiento (R, S, T, U). Los servicios que conllevan una menor interacción social —que suponían el 33 % de la economía en su conjunto con anterioridad a la pandemia— engloban información y comunicaciones (J), actividades financieras y de seguros (K), actividades inmobiliarias (L), actividades profesionales, científicas y técnicas (M), y actividades administrativas y auxiliares (N).

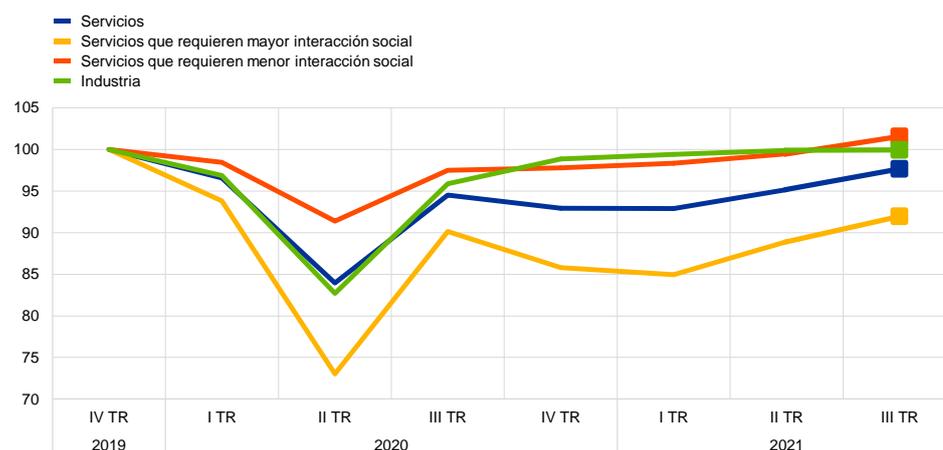
requieren una mayor interacción social se situaba aproximadamente un 8 % por debajo del registrado antes de la pandemia.

Gráfico A

Evolución del sector servicios

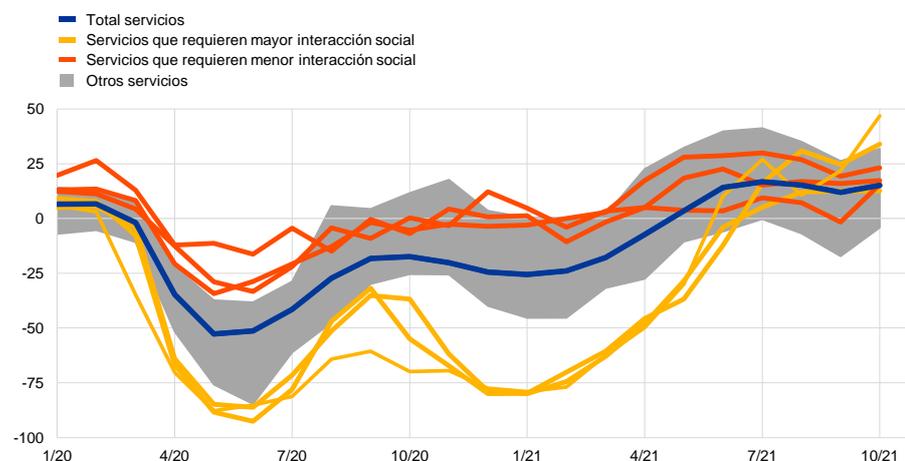
a) Valor añadido por sector

(IV TR 2019 = 100)



b) Confianza del sector servicios

(saldos netos)



Fuentes: Cálculos del BCE con datos de Eurostat y ECFIN.

Notas: Panel a: los datos correspondientes al tercer trimestre de 2021 se basan en datos trimestrales del valor añadido de: 1) la industria manufacturera y otras industrias (denominadas «manufacturas» en el texto), 2) la construcción y, 3) otros sectores. Estos datos se han imputado a partir de los datos mensuales disponibles hasta septiembre sobre: 1) producción industrial, excluida la construcción, 2) producción de la construcción y, 3) residuo con respecto al PIB real según la estimación de avance. Panel b: la parte de color gris indica el intervalo entre los valores máximos y mínimos de otras 17 series de subsectores de servicios de la clasificación NACE incluidas en el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea. Las líneas de color amarillo se refieren a los tres sectores de servicios seleccionados que requieren una mayor interacción social: alojamiento, turismo y viajes, y servicios de comidas y bebidas. Las líneas rojas muestran tres sectores de servicios con menor interacción social: telecomunicaciones, información y programación. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021 (valor añadido) y a octubre de 2021 (confianza).

Esta notable capacidad ociosa de los servicios que conllevan una mayor interacción social se ve confirmada por evidencia de que la demanda ha sido un factor limitador de la actividad más importante durante la pandemia que antes de esta. Se considera que los factores que limitan la actividad de estos servicios tienen su origen, en gran parte, en «otros» factores —relacionados en su

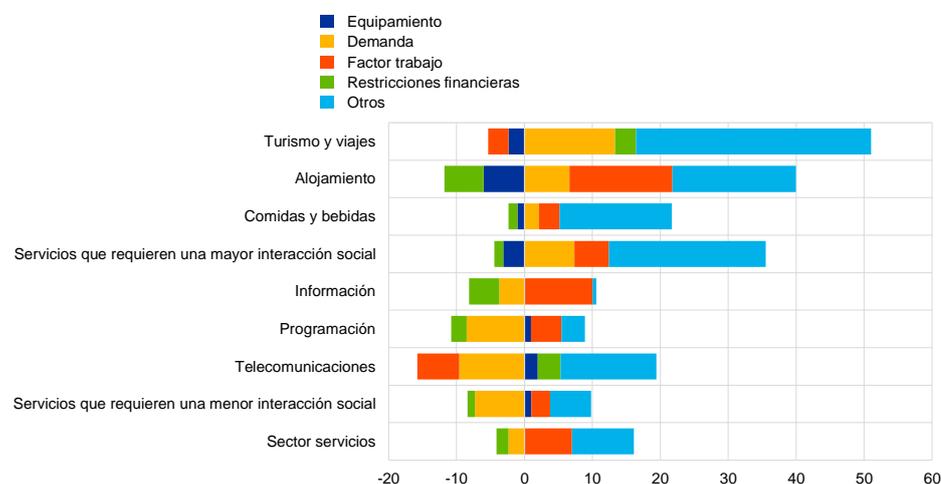
mayoría con las medidas preventivas de contención de la pandemia²— y hasta cierto punto también en la demanda y en el factor trabajo, mientras que, en el cuarto trimestre de 2021, las restricciones financieras desempeñan un papel similar, en general, al que tuvieron antes de la pandemia (gráfico B). El factor trabajo se percibe como un factor que limita cada vez más la actividad de los servicios que requieren una mayor interacción social, como es el caso de los subsectores de alojamiento y de comidas y bebidas. A diferencia de las manufacturas, los servicios no se están viendo afectados por la escasez de materiales, pero son más sensibles a las restricciones relacionadas con la pandemia. Desde una perspectiva cíclica, el conjunto del sector servicios se encuentra en una fase expansiva en la actualidad. La mayoría de las empresas encuestadas en sectores de servicios que conllevan una mayor interacción social señala un aumento de la demanda observada y esperada, lo que sugiere una expansión en curso (gráfico C). Estos subsectores crecieron con mucha fuerza tras los dos acusados retrocesos registrados en las olas anteriores de la pandemia, lo que también se refleja en la aceleración de las presiones inflacionistas. En comparación, la variación cíclica de los servicios que comportan una menor interacción social ha sido mucho más contenida durante los 18 últimos meses.

² Cabe destacar que, en los últimos meses, los índices de movilidad relacionados con las actividades recreativas (como el índice de movilidad de Google relativo al comercio minorista y al ocio) —que reflejan, en líneas generales, el grado de distanciamiento social voluntario— se han recuperado hasta niveles previos a la crisis, mientras que los índices relacionados con actividades más reguladas (como el índice de movilidad de Google relativo a los centros de trabajo) se han mantenido por debajo de las cotas anteriores a la crisis. De acuerdo con datos relativos a Estados Unidos, gran parte de los cambios en la movilidad parecen voluntarios, y el levantamiento de las restricciones podría dar lugar a una recuperación rápida, siempre que el menor riesgo de contagio del COVID-19 se considere creíble (véase W. Maloney y T. Taskin, «[Determinants of Social Distancing and Economic Activity during COVID-19: A Global View](#)», *Policy Research Working Paper Series*, n.º 9242, Grupo del Banco Mundial, mayo de 2020). Así pues, la reducción del distanciamiento social voluntario y la mejora de la confianza apuntarían a una recuperación sostenida.

Gráfico B

Limitaciones que afectan a la actividad del sector servicios en el cuarto trimestre de 2021

(desviaciones con respecto al cuarto trimestre de 2019 en saldos netos)



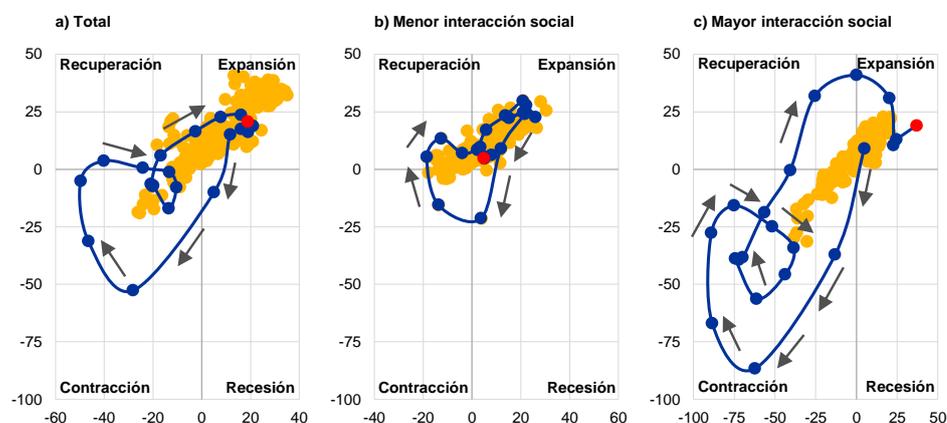
Fuente: Datos de la DG ECFIN.

Notas: Los valores correspondientes a los servicios que requieren una mayor/menor interacción social se refieren a la media de los valores de los tres subsectores que se muestran justo antes de estos. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2021 (encuesta realizada en octubre).

Gráfico C

Evolución del ciclo de una selección de sectores de servicios

(saldos netos; eje de abscisas: demanda en los tres meses anteriores; eje de ordenadas: demanda en los tres meses siguientes)



Fuentes: Cálculos del BCE con datos de la DG ECFIN.

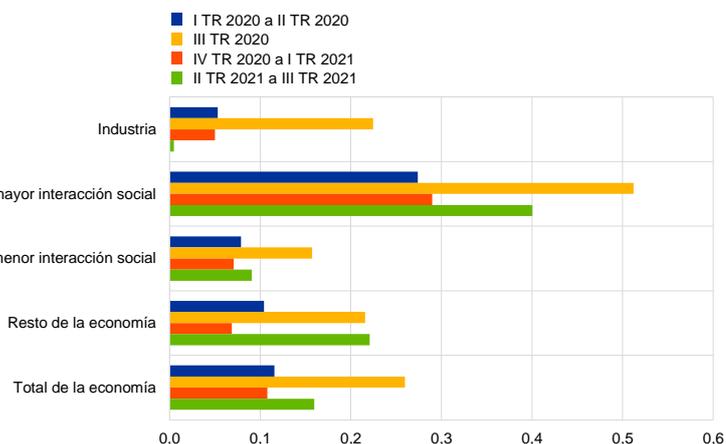
Notas: Los puntos de color amarillo se refieren al período comprendido entre enero de 2011 y enero de 2019 y las líneas azules al período comprendido entre febrero de 2020 y septiembre de 2021. «Menor interacción social» y «mayor interacción social» se refieren a los subsectores seleccionados que se muestran en el gráfico B. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2021 (puntos de color rojo).

La severidad de las medidas de contención aplicadas es un factor que ha afectado de forma importante a la actividad de los servicios que comportan una mayor interacción social desde la primavera de 2021. Los resultados basados en modelos sugieren que la sensibilidad estimada del crecimiento económico agregado a los cambios en la severidad de las restricciones a mediados de 2021 aumentó con respecto al nivel medio registrado en torno al comienzo del año, pero que se mantuvo por debajo del alcanzado en el tercer trimestre de 2020

(gráfico D)³. El patrón observado para el total de la economía estuvo determinado, en gran medida, por los servicios, en particular por los subsectores que requieren una mayor interacción, mientras que el grado de respuesta de la industria ha ido disminuyendo en los últimos trimestres. Parece que la actividad de estos servicios es más sensible a la relajación de las medidas de contención que a su endurecimiento, como indica el nivel relativamente más elevado de las elasticidades medias estimadas en el tercer trimestre de 2020 y en el segundo y tercer trimestre de 2021, períodos en los que la severidad de estas medidas se suavizó. En conjunto, esta evidencia sugiere que la reapertura continuada de la economía en los próximos trimestres seguirá siendo un factor clave para la recuperación de los servicios que conllevan una mayor interacción social.

Gráfico D Elasticidades estimadas de la actividad sectorial a la severidad de las medidas de contención

(impacto de una disminución de un punto del *Oxford Stringency Index* sobre el crecimiento intertrimestral del valor añadido bruto real; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: Las elasticidades sectoriales estimadas para el tercer trimestre de 2021 se basan en datos trimestrales del valor añadido de: 1) la industria manufacturera y otras industrias, 2) la construcción, y 3) otros sectores. Estos datos se han imputado a partir de los datos mensuales disponibles sobre: 1) producción industrial, excluida la construcción, 2) producción de la construcción y 3) residuo con respecto al PIB real según la estimación de avance. «Resto de la economía» se refiere a la agricultura y los servicios públicos.

Conforme remita la crisis de salud pública y avance la reapertura de las economías, se espera que la actividad de los servicios que comportan una mayor interacción social continúe creciendo, pero las perspectivas a medio plazo siguen siendo inciertas. La necesidad de sustituir capacidad productiva obsoleta, de aumentar el factor trabajo y de reasignar recursos entre subsectores podría alterar de forma duradera el patrón de crecimiento de estos servicios. Al mismo tiempo, si las medidas de contención se prolongan en el tiempo o si el apoyo

³ Para más detalles sobre el modelo, véase el recuadro titulado «El impacto de las medidas de contención en distintos sectores y países durante la pandemia de COVID-19», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

público se retira bruscamente, las insolvencias podrían aumentar^{4, 5}. Además, los cambios en las preferencias, como la sustitución de los viajes de trabajo y del turismo de larga distancia por soluciones híbridas de trabajo y destinos turísticos locales, podrían provocar cambios permanentes de los patrones de consumo que hagan necesaria una reasignación sectorial de la actividad⁶.

En resumen, la pandemia de COVID-19 ha tenido un impacto sustancial en los servicios de la zona del euro que requieren una mayor interacción social.

Aunque la contribución de estos servicios a la expansión de la economía fue significativa a mediados de 2021, su potencial de crecimiento dependerá de la evolución y la contención de la pandemia en el corto plazo, y de diversos factores estructurales en el medio plazo. La probable necesidad de una reasignación sectorial y el posible aumento de las insolvencias empresariales podrían dificultar una recuperación rápida y completa de los servicios de mayor interacción social.

⁴ Por ejemplo, según datos de Eurostat, las quiebras en el sector de servicios de hostelería aumentaron un 23 % entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2021. En otros servicios que requieren una mayor interacción social, el número de quiebras en el segundo trimestre de 2021 fue inferior al registrado al inicio de la crisis, en un entorno en el que se siguió prestando un fuerte apoyo público.

⁵ En un [estudio](#) realizado por el Federal Reserve Bank of New York se concluye que cada semana adicional de cierre en subsectores de servicios de mayor interacción social reduce en 2 puntos porcentuales la probabilidad de que un negocio vuelva a abrir. [Evidencia reciente de la Banca d'Italia](#) sugiere que la pandemia de COVID-19 no ha incidido de forma significativa en el número de empresas italianas activas en el sector turístico, pero que su recurso a la financiación bancaria, relativamente mayor que antes de la pandemia, debilitará su recuperación cuando el apoyo público finalmente se retire.

⁶ Véanse FMI, «[Manejar recuperaciones divergentes](#)», *Perspectivas de la economía mundial*, abril de 2021 y J. M. de Vet *et al.*, «[Impacts of the COVID-19 pandemic on EU industries](#)», Departamento Temático de Políticas Económicas y Científicas y de Calidad de Vida, Parlamento Europeo, Luxemburgo, 2021.

6 La recuperación de la demanda de vivienda según la encuesta sobre las expectativas de los consumidores

Desislava Rusinova¹

En este recuadro se presentan las tendencias pasadas y las expectativas futuras de la demanda de vivienda basadas en la nueva encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) del BCE². La decisión de los hogares de adquirir una vivienda depende de muchos factores, entre ellos su situación laboral y financiera, su renta y su patrimonio, y sus expectativas con respecto al nivel general de precios, los precios de la vivienda y las condiciones de los créditos hipotecarios. La CES puede ofrecer información desagregada sobre las decisiones de compra de los hogares, así como sobre algunos de sus determinantes. Por ejemplo, el porcentaje de participantes en la encuesta que han adquirido una vivienda en los doce meses anteriores puede considerarse un indicador de la demanda reciente de vivienda de distintos grupos socioeconómicos. Asimismo, la proporción de encuestados que tienen intención de comprar una vivienda en los próximos doce meses constituye un indicador adelantado de la demanda residencial. Según los encuestados en la CES, las adquisiciones de vivienda aumentaron entre el segundo y el tercer trimestre de 2020, y posteriormente se estancaron (panel a del gráfico A). Al mismo tiempo, las compras esperadas en los próximos doce meses se mantuvieron en niveles relativamente estables durante el período analizado (barras de color azul oscuro).

¹ La autora expresa su agradecimiento a Pedro Neves, Niccolò Battistini, Johannes Gareis, Virginia di Nino y Moreno Roma por sus comentarios y sugerencias.

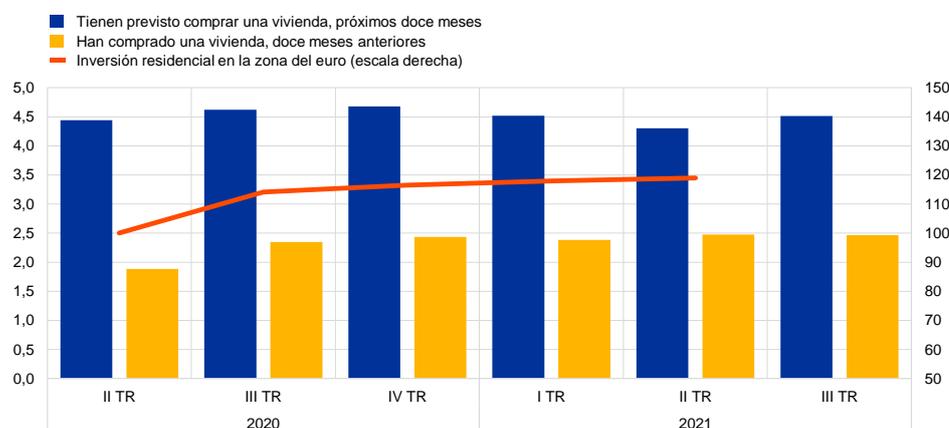
² Véase información más detallada sobre la CES en «ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation», *Occasional Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

Gráfico A

Demanda reciente y esperada de vivienda según los datos de la CES

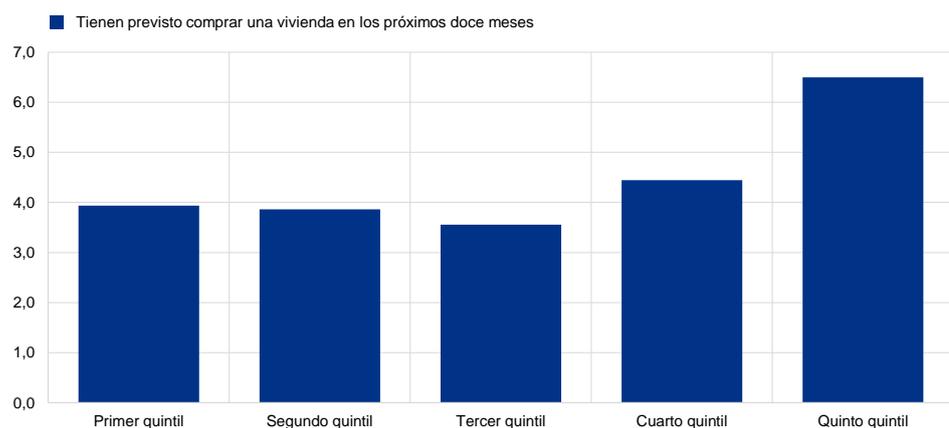
a) Porcentaje de encuestados que han comprado una vivienda en los doce meses anteriores o que tienen previsto adquirirla en los próximos doce meses, e inversión residencial

(escala izquierda: porcentajes; escala derecha: índice: II TR 2020 = 100)



b) Porcentaje de encuestados que tienen intención de comprar una vivienda en los próximos doce meses, por quintil de renta

(porcentajes)



Fuente: CES.

Notas: Medias ponderadas de las seis economías más grandes de la zona del euro. Panel a: porcentaje de encuestados que respondieron «sí» a la pregunta de si habían comprado una vivienda en los doce meses anteriores o si tenían intención de adquirirla en los próximos doce meses. Se utilizan medias trimestrales para suavizar los efectos de composición de la muestra, dado que esta es relativamente reducida. La línea roja muestra la inversión residencial real registrada en las cuentas nacionales, normalizada a 100 en el segundo trimestre de 2021. Panel b: porcentaje de encuestados que tienen previsto comprar una vivienda, por quintil de renta; medias durante el período comprendido entre febrero y agosto de 2021.

La intención de adquirir una vivienda varía en función de la renta de los hogares.

Los hogares situados en los quintiles de renta más elevada son mucho más propensos a manifestar su intención de comprar una vivienda en los próximos doce meses que los de ingresos más bajos (panel b del gráfico A) y, por tanto, es probable que impulsen la demanda de vivienda en mayor medida. Además, estos hogares son también los que tienen más probabilidades de haber adquirido una vivienda en los doce meses anteriores. Aparte del nivel de renta, la dinámica de la renta esperada también influye de forma significativa en las decisiones de invertir en vivienda: los encuestados que tienen intención de comprar una en los próximos doce meses tienden a tener expectativas de crecimiento de la renta considerablemente más altas que los que no tienen previsto hacerlo.

Si bien es probable que el ahorro acumulado ya se haya utilizado para la adquisición de vivienda, es posible que siga impulsando la demanda residencial a corto plazo. El volumen de ahorro acumulado, o el comportamiento del ahorro en general, puede influir en la decisión de comprar una vivienda. En marzo de 2021, en la CES se recopiló información sobre el ahorro acumulado de los encuestados desde el comienzo de la pandemia de coronavirus (COVID-19), y se diferenció entre ahorradores netos, «desahorradores» netos y una categoría neutral (los que han ahorrado aproximadamente la misma cantidad que han «desahorrado»)³. El análisis de estos datos muestra que en la categoría de desahorradores netos se encuentra, en general, la mayor proporción de compradores de vivienda en los doce meses anteriores (panel a del gráfico B). A una pregunta sobre los motivos del «desahorro», el 36 % de los desahorradores indicaron que una razón importante o muy importante había sido «un incremento del gasto de mi hogar debido a una compra importante que había/habíamos previsto (por ejemplo, una vivienda, un automóvil, etc.)». Esto sugiere que, al menos hasta cierto punto, el ahorro acumulado puede haber sido utilizado ya para adquirir una vivienda antes de marzo de 2021 y que algunos hogares son desahorradores netos porque han pagado la vivienda adquirida. Por lo que se refiere al futuro, los ahorradores netos forman el grupo con la proporción más alta de quienes esperan comprar una vivienda. Por consiguiente, aunque es posible que ya se hayan llevado a cabo algunas operaciones gracias al exceso de ahorro durante la pandemia, el elevado volumen de ahorro acumulado puede seguir impulsando la demanda de vivienda a corto plazo. Alrededor de un 44 % de los ahorradores netos declararon que un motivo importante o muy importante para acumular ahorro desde enero de 2020 había sido «el deseo de ahorrar suficiente para realizar una compra importante en el futuro (por ejemplo, una vivienda, un automóvil, etc.)».

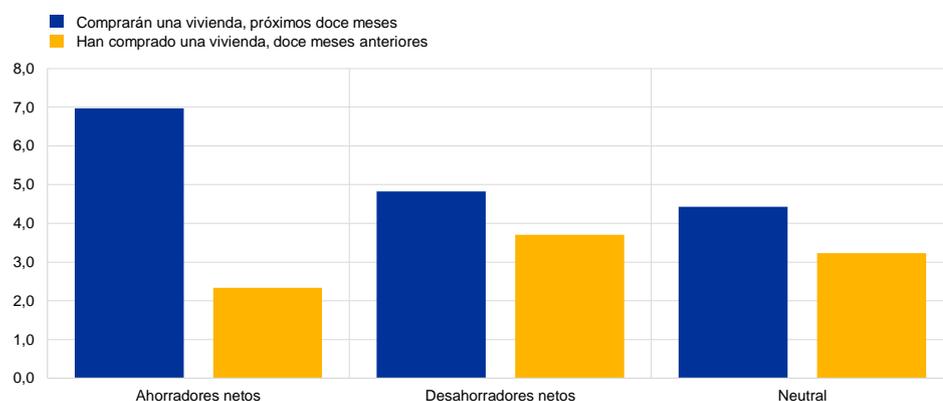
³ Las descripciones se basan en las siguientes respuestas posibles del cuestionario: Ahorradores netos: «el hogar ha aportado más dinero del que ha retirado desde enero de 2020»; desahorradores netos: «el hogar ha retirado más dinero del que ha aportado», y una categoría neutral: «el hogar ha aportado tanto dinero como el que ha retirado». Las respuestas de los no ahorradores: «el hogar ni ha aportado ni ha retirado dinero» y «no tenemos dinero ahorrado ni inversiones financieras» son menos relevantes para este recuadro y no se han considerado.

Gráfico B

Relación entre ahorro, demanda de vivienda y atractivo de la vivienda como inversión

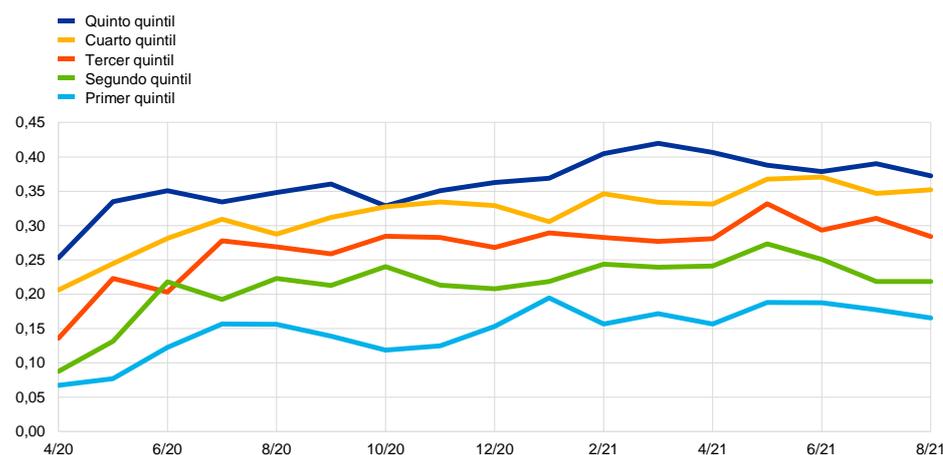
a) Intención de comprar una vivienda, por categoría de ahorro, marzo de 2021

(porcentajes)



b) Atractivo de la vivienda como inversión, por quintil de renta

(saldo de respuestas favorables y desfavorables)



Fuente: CES.

Notas: Saldo de respuestas favorables y desfavorables calculado como la suma de las respuestas «buena» (inversión) y «muy buena» menos la suma de las «mala» y las «muy mala», dividido por el número de encuestados del grupo correspondiente. Media ponderada de las seis economías más grandes de la zona del euro.

El atractivo de la vivienda como inversión ha crecido desde el inicio de la pandemia y sigue siendo elevado, en particular para los hogares en los quintiles de mayor renta.

Un indicador útil de la posible demanda de vivienda con fines de inversión es el atractivo de la vivienda como inversión en el barrio en el que residen los encuestados, que se mide con una escala de cinco niveles. El saldo de respuestas favorables y desfavorables del atractivo de la vivienda aumentó en todas las categorías de renta durante el período de la encuesta, antes de estabilizarse en la primavera de 2021. El incremento fue especialmente pronunciado entre los encuestados en los quintiles de ingresos más elevados (panel b del gráfico B)⁴.

⁴ Es probable que la elección del vecindario dependa de la renta, por lo que los hogares con mayores ingresos serán más propensos a invertir en barrios de más calidad, lo que, a su vez, constituye una mejor inversión.

Las expectativas relativas a las condiciones crediticias y a los precios de la vivienda apuntan a un mercado inmobiliario dinámico. Como factores que aumentan la demanda de vivienda, los participantes en la CES señalaron, entre otros, las expectativas de mayor facilidad de acceso al crédito en el futuro y el descenso de los tipos de interés hipotecarios. Paralelamente, en el período comprendido entre abril de 2020 y mayo de 2021, las expectativas de subida de los precios de la vivienda crecieron de manera casi continua entre los encuestados. Lo anterior sugiere que persistirá la intensa demanda de vivienda, pero también es posible que los hogares en los quintiles de menor renta experimenten problemas de accesibilidad, dado que la subida esperada de los precios de la vivienda ha sido mucho mayor que el crecimiento esperado de la renta de los hogares y el índice general de precios.

La prevalencia de la indexación salarial en el sector privado de la zona del euro y su posible influencia en el impacto de la inflación en los salarios

Gerrit Koester y Helen Grapow

Las perturbaciones que inciden sobre la inflación pueden tener efectos más duraderos si se producen efectos de segunda vuelta, y estos efectos son más probables cuando los salarios están indexados. Pueden producirse efectos de

segunda vuelta si, cuando se fijan los salarios o los precios, los hogares o las empresas intentan compensar la pérdida de renta real originada por una inflación más elevada. Los posibles efectos de los mecanismos de indexación salarial en la fijación de los salarios y en la evolución de la inflación dependen no solo de la prevalencia de dichos mecanismos, sino también del indicador de inflación utilizado para la indexación. En este recuadro se estudia la prevalencia de los sistemas de indexación salarial en el sector privado¹. Dado que los mecanismos para fijar los salarios varían considerablemente entre las economías de la zona del euro, se analiza la regulación de los distintos países y se obtiene un indicador para la zona del euro agregando las características de los sistemas nacionales de indexación salarial y utilizando como pesos la proporción del empleo en el sector privado de la zona correspondiente a cada país.

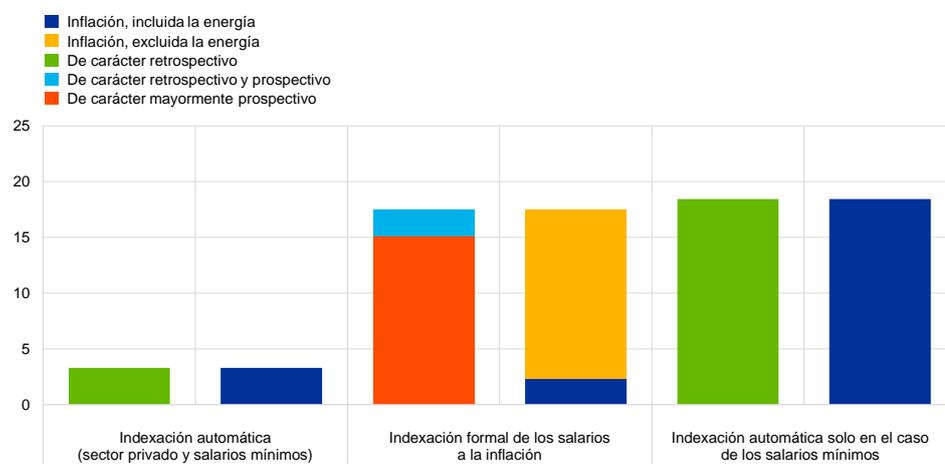
En los países de la zona del euro pueden identificarse cuatro regímenes de indexación salarial diferentes, que abarcan desde mecanismos de indexación automática hasta sistemas en los que la inflación no se tiene en cuenta formalmente para la fijación de los salarios (gráfico A). El primer sistema, más general, de indexación salarial automática funciona de modo que la evolución de la inflación se transmite automáticamente a la fijación de los salarios, y, por tanto, trata de neutralizar sus efectos en el poder adquisitivo de las rentas del trabajo. En el segundo, la inflación desempeña un papel formal en la negociación salarial —por ejemplo, se explicita una tasa de inflación de referencia que orienta las negociaciones salariales—. Sin embargo, es posible que solo se aplique a algunos sectores de la economía, y los efectos de la inflación en la fijación de salarios suelen ser también menos directos y menos automáticos que en la indexación automática. En el tercero, solo los salarios mínimos se indexan a la inflación, y, por consiguiente, se pretende contrarrestar el impacto de la inflación en el poder adquisitivo de los trabajadores con las rentas más bajas. Todos los demás sistemas, sin indexación formal a la inflación, se incluyen en la cuarta categoría.

¹ Este recuadro se centra principalmente en los efectos sobre la inflación derivados de la indexación de los salarios del sector privado. También podrían producirse otros efectos con origen en el sector público, por ejemplo, a través de la indexación de las pensiones del sector público o de otros sistemas especiales de indexación.

Gráfico A

Prevalencia de la indexación de los salarios a la inflación en la zona del euro

(proporción del total de empleados en el sector privado de la zona del euro en porcentajes; 2021)



Fuentes: Eurosisistema y cálculos del BCE.

Por lo que respecta al indicador de la inflación, la indexación salarial puede ser de carácter prospectivo o retrospectivo, y puede incluir o excluir los precios de la energía. Los indicadores retrospectivos implican un ajuste retardado de los salarios a la inflación observada, mientras que los prospectivos tienen que basarse en previsiones. Se dispone de evidencia de que los efectos derivados de las perturbaciones inflacionistas son más duraderos y es más difícil que la inflación se estabilice cuando la indexación salarial se basa en indicadores retrospectivos de la inflación que cuando lo hace en indicadores prospectivos². En algunos casos se combinan los dos tipos de indicadores —vinculando el crecimiento de los salarios a las previsiones de inflación, pero incorporando, por ejemplo, la compensación *ex post* por los errores de predicción de la inflación—. Cuando el indicador de inflación utilizado para la indexación de los salarios incluye la energía, las perturbaciones en los precios mundiales del petróleo pueden tener efectos persistentes en la inflación subyacente nacional a través de la indexación salarial y de la espiral de precios y salarios que puede surgir en consecuencia.

En la zona del euro, los sistemas generales de indexación salarial automática se aplican únicamente a una proporción muy reducida de trabajadores. En conjunto, solo alrededor del 3 % de los empleados en el sector privado de la zona del euro perciben salarios y salarios mínimos indexados automáticamente a la inflación³. Para la mayoría de los empleados sujetos a estos regímenes, se utiliza un indicador retrospectivo de la inflación que incluye la energía (primeras dos columnas del gráfico A)⁴.

² Véase, por ejemplo, J. Crowley, «The Effects of Forward-Versus Backward-Looking Wage Indexation Price Stabilization Programs», *IMF Working Papers*, número 38, FMI, abril de 1997.

³ La indexación salarial automática se aplica a una alta proporción de trabajadores del sector privado en Bélgica, Chipre, Malta y Luxemburgo.

⁴ En Bélgica, el índice relevante de inflación excluye la gasolina, el tabaco y el alcohol.

Los sistemas de indexación en los que la evolución de la inflación desempeña un papel formal en las negociaciones salariales se aplican, aproximadamente, al 18 % de los trabajadores de la zona del euro. En estos casos se utilizan, sobre todo, indicadores prospectivos de la inflación que excluyen la energía⁵.

En torno al 18 % de los empleados en el sector privado de la zona del euro trabajan en países donde solo los salarios mínimos se indexan automáticamente a la inflación. Estos mecanismos de indexación suelen basarse en un indicador retrospectivo de la inflación que incluye la energía. Si bien, por lo general, solo una proporción relativamente reducida de trabajadores de los países de la zona del euro perciben el salario mínimo⁶, la indexación de estos salarios a la inflación funciona a menudo como límite inferior en otros convenios colectivos. Asimismo, con frecuencia, las subidas de los salarios mínimos desempeñan un papel importante como referencia general para los convenios colectivos sectoriales⁷.

La inflación no se tiene en cuenta formalmente en la fijación de los salarios de más de la mitad de los empleados en el sector privado de la zona del euro, pero puede ser un factor importante en las negociaciones salariales. Con todo, en los sistemas en los que la inflación no desempeña un papel formal, con frecuencia, su evolución ha tenido escasa importancia (en comparación con aquellos en los que sí lo hace), por ejemplo, en tiempos de incertidumbre elevada o de perturbaciones externas importantes, en los que la atención se ha centrado más bien en la seguridad del empleo.

Desde la gran crisis financiera, los sistemas de indexación formal de los salarios a la inflación han visto algo reducida su prevalencia (gráfico B)⁸. En la zona del euro, la proporción de trabajadores del sector privado con salarios indexados formalmente a la inflación se ha reducido en torno a 6 puntos porcentuales desde 2008, y un factor determinante ha sido la disminución en España de la proporción de empleados sujetos a convenios con cláusulas de indexación a la inflación pasada. La parte restante de convenios en los que se contempla un papel formal de la inflación se refiere, sobre todo, a indicadores prospectivos de la inflación que excluyen la energía⁹. Como consecuencia de la menor proporción de sistemas de indexación formal de los salarios, el porcentaje de trabajadores en el sector privado de la zona del euro con salarios no indexados formalmente a la inflación ha aumentado desde la gran crisis financiera. En lo que respecta a los sistemas más generales de indexación automática de los salarios que abarcan los salarios del sector privado y aquellos en los que solo los salarios

⁵ El ejemplo más destacado es el de Italia, donde las previsiones anuales para los próximos tres años del Índice de Precios de Consumo, excluida la energía, que elabora el Instituto Nacional de Estadística italiano son la referencia central para los convenios colectivos acordados a nivel sectorial.

⁶ Para más información sobre la proporción de perceptores del salario mínimo, véanse «Eurostat's minimum wage statistics» y el recuadro titulado «Evolución reciente de las cotizaciones sociales y de los salarios mínimos en la zona del euro» *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

⁷ Para información más detallada sobre Francia, véase D. Fougère, E. Gautier y S. Roux, «Wage floor rigidity in industry-level agreements: Evidence from France», *Labour Economics*, vol. 55, septiembre de 2018.

⁸ Para más información sobre los sistemas de indexación de salarios durante la gran crisis financiera, véase el recuadro titulado «Mecanismos de indexación de los salarios en los países de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2008.

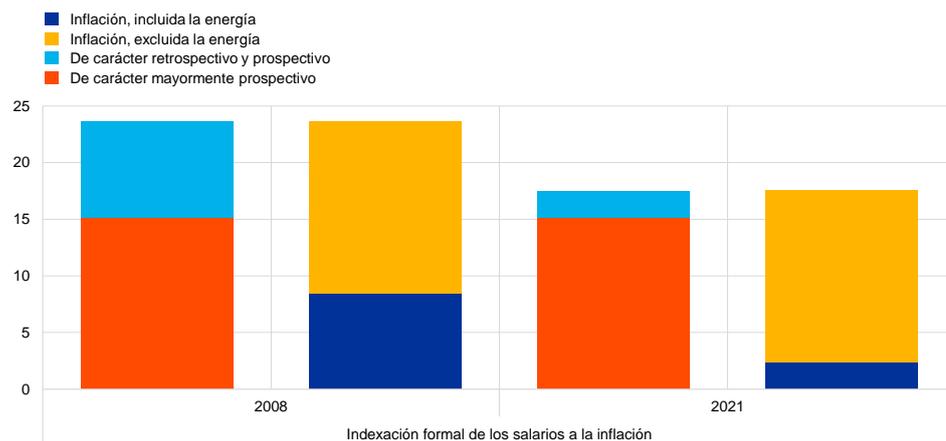
⁹ Estos sistemas predominan en Italia.

mínimos están indexados a la inflación, no se han producido cambios sustanciales en su importancia desde la gran crisis financiera, y tampoco se ha modificado mucho el tipo de indicadores de inflación utilizados para la indexación.

Gráfico B

Prevalencia de la indexación salarial en la zona del euro en 2008 en comparación con 2021

(proporción del total de empleados en el sector privado de la zona del euro en porcentajes, 2021)



Fuentes: Eurosistema y cálculos del BCE.

Nota: En este gráfico solo se muestran los sistemas en los que la inflación desempeña un papel formal en la fijación de salarios, dado que no se han producido cambios sustanciales con respecto a los demás regímenes que figuran en el gráfico A.

En conjunto, la probabilidad de que los sistemas de fijación de salarios en la zona del euro generen efectos de segunda vuelta debidos a la indexación a la inflación —en particular a la originada por los precios de la energía— es relativamente limitada. Por consiguiente, cabe esperar que, en algunos países, el aumento reciente de la inflación de la energía se traduzca en incrementos automáticos, sobre todo, de los salarios mínimos, dado que en sus mecanismos de indexación se suele utilizar un indicador de la inflación que incluye la energía. Estos aumentos de los salarios mínimos podrían trasladarse posteriormente a acuerdos más generales de subida salarial, ya que pueden servir de referencia para la estructura salarial de la economía en su conjunto. En el caso de los sistemas en los que la inflación desempeña un papel formal en las negociaciones salariales, se prevé que la reciente alza de la inflación de la energía tenga efectos directos muy limitados, puesto que en estos regímenes se utiliza, sobre todo, un indicador de la inflación que excluye la energía. En general, a menos que esta perturbación inflacionista derive en un aumento significativo de la indexación salarial, parece bastante improbable que el reciente incremento de la inflación se plasme de forma generalizada y automática en subidas de los salarios, dados los mecanismos de indexación prevalecientes¹⁰.

¹⁰ Véase también el análisis efectuado en C. Nickel *et al.* (2019): «[Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 232, BCE, septiembre de 2019.

8 Resultados de una encuesta especial a expertos en previsión económica sobre la nueva estrategia de política monetaria del BCE

Aidan Meyler, Marta Sáez Moreno, Rodolfo Arioli y Franziska Fischer

Junto con la encuesta a expertos en previsión económica (SPF, por sus siglas en inglés) correspondiente al cuarto trimestre de 2021, se pidió a los participantes que respondieran también a una encuesta especial sobre la nueva estrategia de política monetaria del BCE. El objetivo de dicha encuesta era conocer la valoración que los encuestados en la SPF periódica hacen de la nueva estrategia, y si esta ya ha influido o influirá en sus previsiones. El cuestionario, junto con los resultados agregados, se ha publicado en la página web «[Background on the survey of professional forecasters](#)». En este recuadro se resumen algunas de las conclusiones.

La gran mayoría de los encuestados considera que la nueva estrategia de política monetaria del BCE constituye una mejora y que, en general, aumenta la probabilidad de que el BCE cumpla su mandato y el objetivo principal de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro (gráfico A). Dos tercios de los encuestados opina que la nueva estrategia es «algo mejor» o «mucho mejor», y solo una pequeña minoría cree que es «algo peor». El denominado saldo neto¹ es claramente positivo, +45 %. Casi el 40 % de los participantes piensa que es «algo más probable» o «mucho más probable» que el BCE cumpla su mandato con la nueva estrategia y algo más de la mitad afirma que la probabilidad será «más o menos igual» (es decir, ni más ni menos probable). Solo unos pocos encuestados contestan que la estrategia hará que el cumplimiento del mandato sea «algo menos probable», y ninguno considera que será «mucho menos probable». El saldo neto es positivo, +19 %.

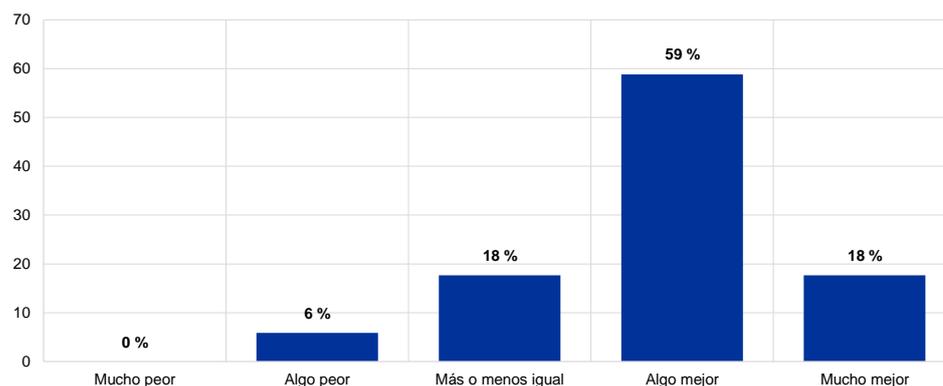
¹ El saldo neto se calcula como: a) el porcentaje de encuestados que responde «mucho mejor» más la mitad de los que indican «algo mejor», menos b) la mitad de los que señalan «algo peor» y los que escogen «mucho peor». Esta puntuación está acotada dentro del intervalo ± 100 %, donde +100 % significa que todos los encuestados han respondido «mucho mejor» y -100 % que todos han contestado «mucho peor». Un saldo neto positivo (negativo) suele indicar que un porcentaje mayor de los encuestados considera que es mejor (peor).

Gráfico A

¿Cuál es su valoración global de la estrategia de política monetaria del BCE en comparación con la situación anterior? ¿La estrategia aumentará o reducirá la probabilidad de que el BCE cumpla su mandato y el objetivo principal?

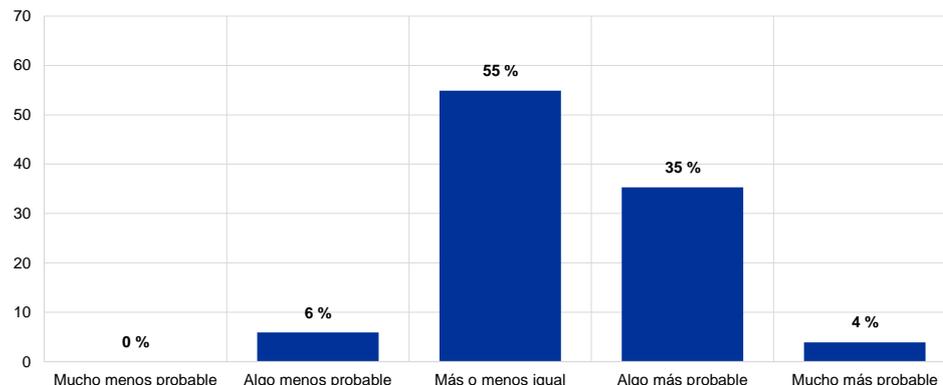
a) ¿Cuál es su valoración global de la nueva estrategia de política monetaria del BCE en comparación con la situación anterior?

(porcentaje de respuestas)



b) ¿Considera que la nueva estrategia aumentará o reducirá la probabilidad de que el BCE cumpla su mandato y el objetivo principal de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro?

(porcentaje de respuestas)



Fuente: Encuesta SPF especial realizada en el cuarto trimestre de 2021.

Nota: Se recibieron 51 respuestas a cada pregunta.

Los participantes en la encuesta identifican la mayor claridad del objetivo de inflación del 2 % y su simetría como los elementos clave de la nueva estrategia.

Asimismo, consideran que dichos elementos son la principal mejora, sobre todo porque han contribuido a que el objetivo sea más comprensible para el público en general. También creen que ayuda a entender la función de reacción del BCE. Algunos encuestados manifiestan que será la aplicación práctica plasmada en cambios efectivos de política la que, en definitiva, determinará el éxito de la nueva estrategia. A la pregunta sobre qué aspectos negativos o no contemplados en la nueva estrategia señalarían, una opinión relativamente común entre los encuestados es que hay cierta ambigüedad en relación con diversos aspectos de la misma, como la inclusión de la vivienda en régimen de propiedad y la posible magnitud y duración tolerables de un desvío de la inflación por encima del objetivo. Varios participantes en la encuesta también piensan que la incorporación de otras

cuestiones, como el cambio climático, podría desviar la atención de la política monetaria de su objetivo principal. Algunos señalan que la nueva estrategia no aclara de manera adecuada determinados aspectos de las compras de activos (en particular, los posibles límites a las tenencias).

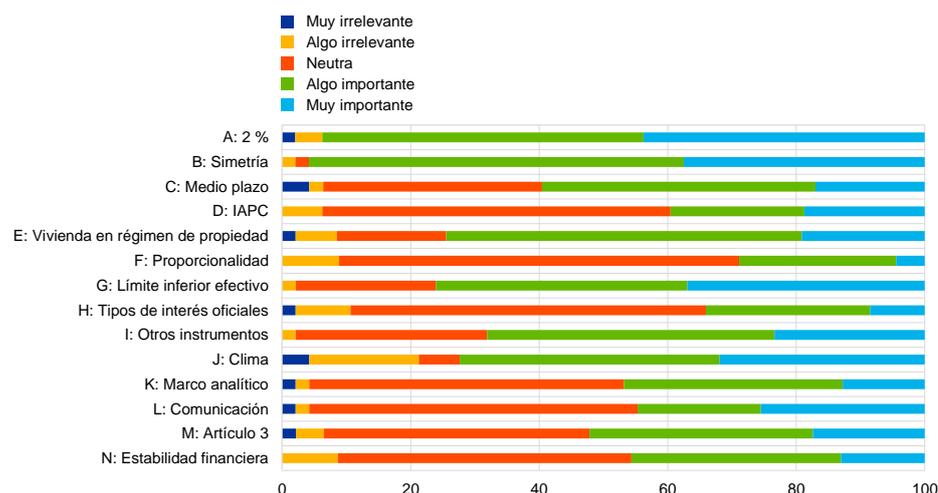
Al ser preguntados expresamente sobre la importancia de elementos concretos de la nueva estrategia y si son mejores o peores, la mayoría de los encuestados responde que considera que todos son, como mínimo, «algo importantes» y que todos son al menos «algo mejores» (gráfico B). Por ejemplo, en relación con el elemento «sustitución del objetivo de “una tasa inferior, pero próxima al 2 %” por el “2 %”», una amplia mayoría de los participantes en la encuesta indica que es «muy importante» (44 %) o «algo importante» (50 %). En cuanto a si ese cambio se considera una mejora o un empeoramiento, de nuevo, una clara mayoría manifiesta que ha contribuido a que la estrategia sea «mucho mejor» (31 %) o «algo mejor» (60 %).

Gráfico B

Opinión de los encuestados sobre los siguientes elementos/afirmaciones en términos de su irrelevancia/importancia y si constituyen un empeoramiento/mejora de la estrategia

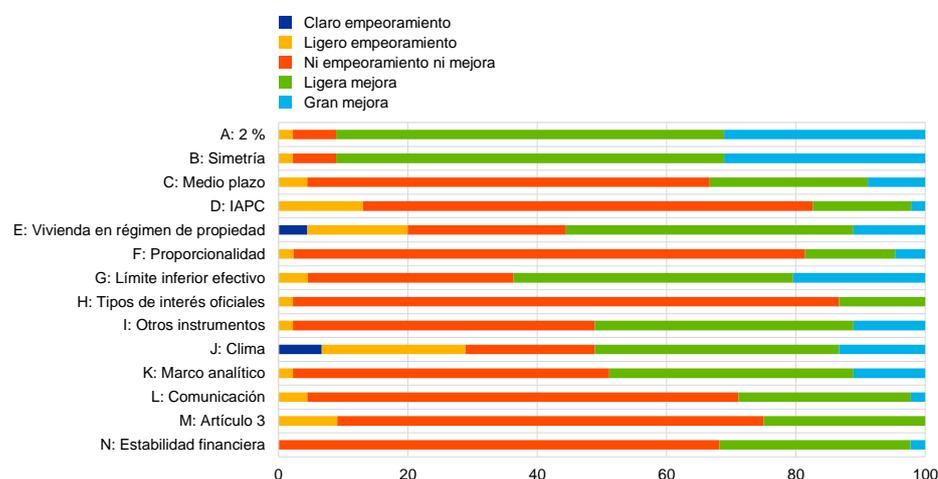
a) ¿Cuál es su valoración de los siguientes elementos/afirmaciones en términos de su irrelevancia/importancia?

(porcentaje de respuestas)



b) ¿Cuál es su valoración de los siguientes elementos/afirmaciones en términos de si constituyen un empeoramiento/mejora de la estrategia?

(porcentaje de respuestas)



Fuente: Encuesta SPF especial realizada en el cuarto trimestre de 2021.

Notas: Se recibieron 43-48 respuestas para cada elemento/afirmación. La letra A se refiere a «sustitución del objetivo de «una tasa inferior, pero próxima al 2 %» por el «2 %»»; la B a «referencia explícita a la simetría en el objetivo de inflación del 2 %»; la C a «confirmación de la orientación a medio plazo»; la D a «el IAPC sigue siendo el indicador adecuado para cuantificar el objetivo de estabilidad de precios»; la E a «recomendación para establecer una hoja de ruta con el fin de incluir en el IAPC la vivienda en régimen de propiedad»; la F a «evaluación de la proporcionalidad»; la G a «medidas de política monetaria especialmente contundentes o persistentes cuando la economía se aproxima al límite inferior efectivo»; la H a «el instrumento de política monetaria principal es el conjunto de tipos de interés oficiales del BCE»; la I a «otros instrumentos (indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria [forward guidance], compras de activos y operaciones de financiación a plazo más largo) continuarán siendo parte integrante del conjunto de instrumentos»; la J a «adopción de un plan de actuación climática»; la K a «marco analítico (sustitución de la evaluación basada en dos pilares por una evaluación integral del análisis económico y del análisis monetario y financiero)»; la L a «comunicación»; la M a «sin perjuicio del objetivo de estabilidad de precios, el Eurosistema apoyará las políticas económicas generales de la UE con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea», y la N a «el Eurosistema también contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero».

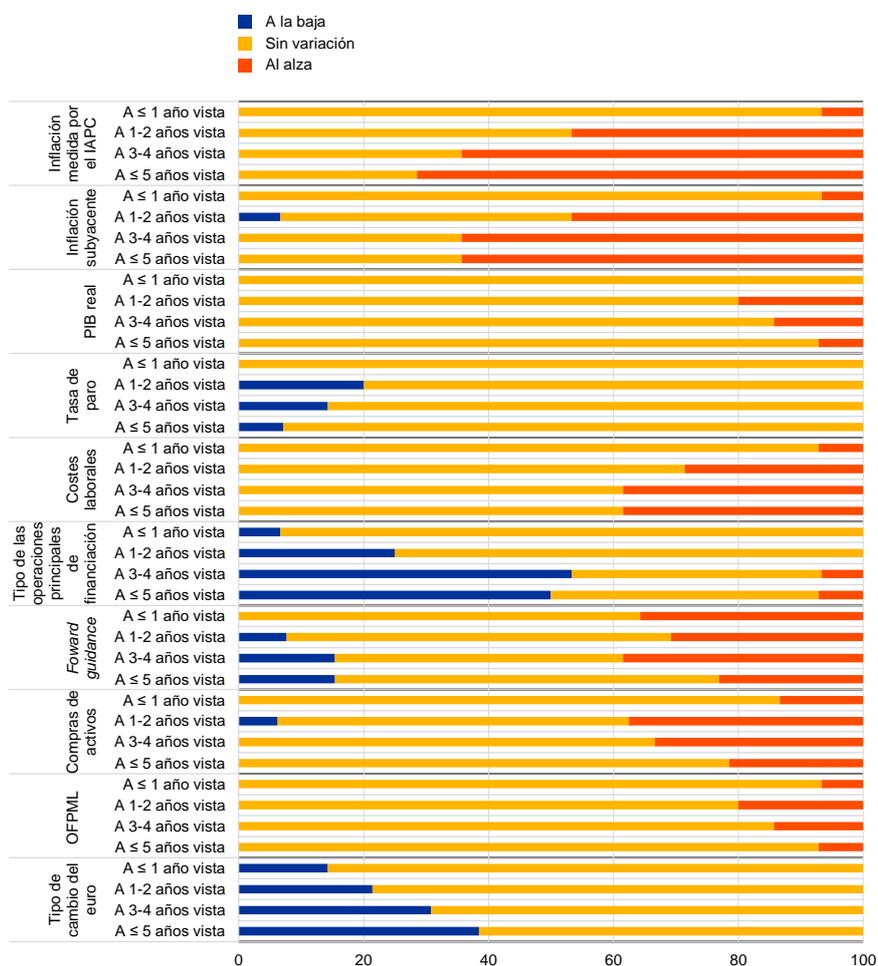
En general, se observa una fuerte correlación entre el puesto que ocupan los diversos elementos/afirmaciones en términos de la percepción de los encuestados sobre la importancia de aquellos en la nueva estrategia y de su percepción de mejora con respecto a la estrategia anterior. Si se considera el saldo neto entre valoraciones positivas y negativas como un estadístico descriptivo, los participantes en la encuesta califican la referencia explícita a la simetría y la «sustitución del objetivo de “una tasa inferior, pero próxima al 2 %” por el “2 %”» como los dos elementos más importantes o relevantes. Entre otros elementos con saldos netos relativamente elevados se incluyen la referencia a medidas de política monetaria especialmente contundentes o persistentes cuando la economía se aproxima al límite inferior efectivo, la ampliación permanente del conjunto de instrumentos y el plan de actuación climática. También se debe señalar que el saldo neto es positivo para todos los elementos/afirmaciones recogidos en la encuesta, lo que indica que los encuestados los consideran importantes. En cuanto a su percepción de mejora con respecto a la estrategia anterior, los cuatro primeros aspectos (simetría, 2 %, medidas contundentes en el límite inferior efectivo y conjunto de herramientas) recibieron la misma calificación en lo que se refiere a su importancia.

Alrededor de un tercio de los encuestados señala que, en líneas más generales, ha modificado sus expectativas macroeconómicas en respuesta a la nueva estrategia. En el gráfico C se presentan las variables y el sentido de las revisiones. Por lo que respecta a la inflación general, la inflación subyacente y los costes laborales, los cambios en las previsiones a corto plazo han sido limitados, mientras que las relativas a horizontes a más largo plazo se han revisado al alza. En cuanto a las variables de la economía real (producto interior bruto [PIB] real y tasa de paro), por lo general, los cambios se han realizado en las previsiones para los horizontes a medio plazo. Por lo que se refiere a los elementos del conjunto de instrumentos de política monetaria del BCE (tipos de interés, *forward guidance*, compras de activos y operaciones de financiación a plazo más largo [OFPML]), en general, los participantes en la encuesta han revisado sus previsiones en respuesta a la nueva estrategia para contemplar una relajación de la orientación de la política monetaria.

Gráfico C

Para cada variable/supuesto y horizonte, los encuestados debían indicar el sentido (a la baja, sin variación o al alza) en el que han modificado sus previsiones macroeconómicas

(porcentaje de respuestas)



Fuente: Encuesta SPF especial realizada en el cuarto trimestre de 2021.

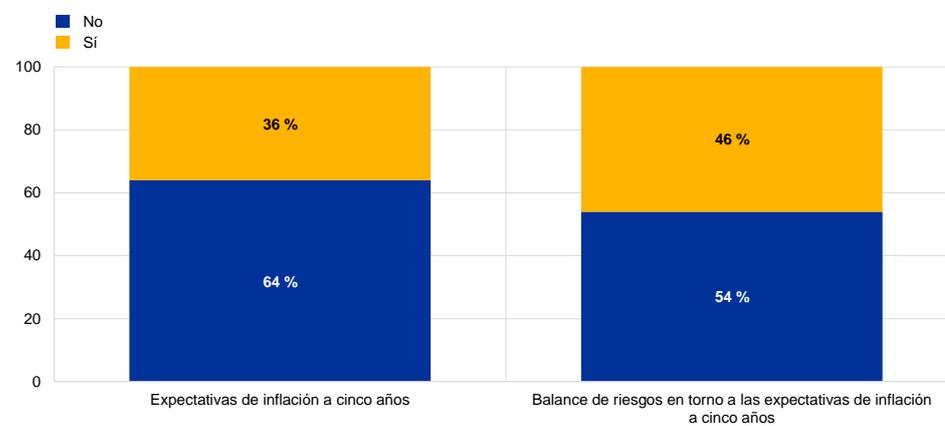
Notas: Se recibieron 13-16 respuestas para cada variable y horizonte. En el caso de la *forward guidance*, «más corto» está representado por «a la baja» y «más largo» por «al alza», y en el del tipo de cambio del euro, «depreciación» está representada por «a la baja», y «apreciación» por «al alza».

Al considerar específicamente las expectativas de inflación a más largo plazo, algunos de los participantes en la encuesta indican que, ante la nueva estrategia, han modificado tanto sus expectativas puntuales a más largo plazo como el balance de riesgos en torno a las expectativas. Aunque una proporción elevada (en torno al 60 %) de los encuestados no ha cambiado sus expectativas de inflación a cinco años en respuesta a la nueva estrategia de política monetaria, más de un tercio las ha revisado al alza (gráfico D). A la pregunta de en qué medida han modificado sus expectativas de inflación a cinco años, dos tercios contestan que en 0,1 puntos porcentuales. En cuanto a sus expectativas puntuales, un porcentaje mayor de los encuestados (casi la mitad) señala que ha revisado al alza su valoración del balance de riesgos en torno a las expectativas de inflación a cinco años.

Gráfico D

En respuesta a la nueva estrategia de política monetaria, se preguntó a los encuestados si han revisado o modificado sus valoraciones de...

(porcentaje de respuestas)



Fuente: Encuesta SPF especial realizada en el cuarto trimestre de 2021.

Nota: Se recibieron 50 respuestas a cada pregunta.

Artículos

1 La capacidad predictiva de los modelos de tipo de cambio de equilibrio

Michele Ca' Zorzi, Pablo Anaya Longaric y Michał Rubaszek¹

Introducción

Los bancos centrales siguen de cerca la evolución de los tipos de cambio. En el caso del Banco Central Europeo (BCE), como en el de otros bancos centrales importantes, el tipo de cambio no es un objetivo de política. Pero el «valor de mercado» del euro es muy relevante para entender las perspectivas de inflación a medio plazo debido a su impacto —a través de los precios de importación y los efectos de equilibrio general— en la economía real.

Por tanto, poder anticipar los movimientos futuros de los tipos de cambio sería de gran utilidad, pero esto ha resultado bastante difícil de lograr, especialmente en horizontes cortos. La opinión de que los tipos de cambio están en gran parte desvinculados de los fundamentos económicos a corto plazo ha predominado desde que se publicó el trabajo seminal de Meese y Rogoff (1983), en el que se mostraba que los modelos de tipo de cambio no podían ofrecer previsiones del tipo de cambio nominal más precisas que la simple predicción de «no variación» asociada al modelo de paseo aleatorio². La dificultad de predecir los tipos de cambio con resultados sistemáticamente mejores que los obtenidos utilizando el modelo de paseo aleatorio, especialmente a corto plazo, se reiteró en el trabajo de Rogoff (2008)³ y, más recientemente, en los artículos influyentes de Rossi (2013)⁴ y de Cheung *et al.* (2019)⁵.

¹ Este artículo se ha beneficiado de los comentarios útiles de Philip Lane, Fabio Panetta, Livio Stracca, João Sousa, Michael Fidora, David Lodge, Arnaud Mehl, Chiara Osbat y Alexandra Buist.

² R. A. Meese y K. Rogoff, «Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample?», *Journal of International Economics*, vol. 14(1-2), 1983, pp. 3-24. Los autores mostraron que estos resultados siguen siendo válidos incluso cuando los modelos tienen la ventaja de utilizar fundamentos económicos observados. Una explicación teórica de estas conclusiones se presenta en Engel *et al.* (2008), donde se mostró que, en determinadas condiciones, las previsiones basadas en modelos pueden ser menos precisas que un valor de referencia del modelo de paseo aleatorio, aunque el modelo refleje el verdadero proceso de generación de datos subyacentes. Para más detalles, véase C. Engel, N. C. Mark y K. D. West, «Exchange rate models are not as bad as you think», en D. Acemoglu, K. Rogoff y M. Woodford (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2007*, vol. 22 de NBER Chapters, National Bureau of Economic Research, 2008, pp. 381–441.

³ K. Rogoff, comentario sobre el trabajo de C. Engel, N. C. Mark y K. D. West, «Exchange rate models are not as bad as you think», en D. Acemoglu, K. Rogoff y M. Woodford (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2007*, vol. 22 de NBER Chapters, National Bureau of Economic Research, 2008, pp. 443–452, <https://www.nber.org/system/files/chapters/c4076/c4076.pdf>.

⁴ B. Rossi, «Exchange rate predictability», *Journal of Economic Literature*, vol. 51, 2013, pp. 1063-1119.

⁵ Y.-W. Cheung, M. D. Chinn, A. G. Pascual e Y. Zhang, «Exchange rate prediction redux: New models, new data, new currencies», *Journal of International Money and Finance*, vol. 95, 2019, pp. 332–336.

Los tipos de cambio desempeñan un papel importante además de ser un elemento clave para entender las perspectivas de inflación. Si bien, conforme a sus estrategias de política monetaria, el BCE, la Reserva Federal de Estados Unidos y otros bancos centrales importantes no tratan el tipo de cambio como una variable objetivo⁶, son conscientes de que, si los tipos de cambio nominales experimentan fluctuaciones considerables y persistentes, es posible que con el tiempo se produzcan desajustes en los tipos de cambio reales que podrían tener implicaciones significativas para las perspectivas económicas. Esto se debe a que, en un entorno de rigidez de precios, la existencia de monedas sobrevaloradas e infravaloradas podría generar desequilibrios de competitividad, una volatilidad excesiva de los tipos de cambio reales y, posiblemente, fuertes ajustes económicos con efectos negativos en el consumo y en la producción⁷. Este es el contexto en el que se analiza con frecuencia el «valor razonable» de las monedas. En casos excepcionales, los principales bancos centrales han realizado intervenciones directas o solo verbales en los mercados de divisas de manera concertada para influir en la dinámica de los tipos de cambio. Por consiguiente, no es de extrañar que, en las últimas décadas, académicos y responsables de la formulación de políticas hayan seguido tratando de mejorar sus marcos metodológicos para evaluar los tipos de cambio de equilibrio (por ejemplo, Bussière *et al.*, 2010; Phillips *et al.*, 2013; Fidora *et al.*, 2017; Couharde *et al.*, 2018, y Cubeddu *et al.*, 2019)⁸.

En trabajos recientes se ha argumentado que los conceptos de tipos de cambio de equilibrio, además de su interés intrínseco, podrían ser útiles para comprender y predecir los movimientos de los tipos de cambio. En estos estudios se indica que, aunque el ajuste dinámico de los tipos de cambio no pueda anticiparse en su totalidad, se sabe que deberían ajustarse, con el tiempo, a su nivel de equilibrio, es decir, una condición terminal definida por la teoría económica. Por ejemplo, en Ca' Zorzi *et al.* (2016) y Ca' Zorzi y Rubaszek (2020)⁹ se muestra que basta con suponer que el tipo de cambio real converge gradualmente al tipo de cambio de equilibrio en su definición más sencilla, es decir, la paridad del poder adquisitivo (PPA) relativa, para elaborar previsiones sorprendentemente precisas de los tipos de cambio reales y nominales. En teoría, este enfoque es más adecuado

⁶ Para consultar un análisis del papel que desempeña el tipo de cambio en el caso del BCE, véase Work Stream on Globalisation, «The implications of globalisation for the ECB monetary policy strategy», *Occasional Paper Series*, n.º 263, BCE, septiembre de 2021.

⁷ El concepto y la medición del tipo de cambio de equilibrio es particularmente relevante también para los bancos centrales que adoptan regímenes cambiarios de flotación controlada o para los países que se incorporan al mecanismo de tipos de cambio y posteriormente fijan su paridad irrevocable respecto al euro.

⁸ M. Bussière, M. Ca' Zorzi, A. Chudik y A. Dieppe, «Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates». *Working Paper Series*, n.º 1151, Banco Central Europeo, 2010; S. Phillips, L. Catao, L. A. Ricci, R. Bems, M. Das, J. di Giovanni, D. F. Unsal, M. Castillo, J. Lee, J. Rodríguez y M. Vargas, «The External Balance Assessment (EBA) Methodology», *IMF Working Papers*, No 13/272, Fondo Monetario Internacional, 2013; C. Couharde, A. L. Delatte, C. Grekou, V. Mignon y F. Morvillier, «EQCHANGE: A world database on actual and equilibrium effective exchange rates», *International Economics*, vol. 156, 2018, pp. 206–230; L. M. Cubeddu, S. Krogstrup, G. Adler, P. Rabanal, M. C. Dao, S. A. Hannan, L. Juvenal, C. O. Buitron, C. Rebillard, D. Garcia-Macia y C. Jones, «The External Balance Assessment Methodology: 2018 Update», *IMF Working Papers*, n.º 19/65, Fondo Monetario Internacional, 2019.

⁹ M. Ca' Zorzi, J. Muck y M. Rubaszek, «Real exchange rate forecasting and PPP: This time the random walk loses», *Open Economies Review*, vol. 27, 2016, pp. 585–609; M. Ca' Zorzi y M. Rubaszek, «Exchange rate forecasting on a napkin», *Journal of International Money and Finance*, vol. 104, 2020.

para predecir los tipos de cambio reales, dado que el concepto de tipo de cambio de equilibrio se define en términos reales. Sin embargo, la evidencia empírica demuestra que los ajustes de los tipos de cambio reales se producen principalmente a través de fluctuaciones de las monedas en lugar de mediante variaciones de los precios relativos. Por tanto, al menos para los países con tasas de inflación moderadas, las estimaciones de tipos de cambio de equilibrio pueden utilizarse también para prever los tipos de cambio nominales¹⁰. Desde un punto de partida diferente, en Ca' Zorzi *et al.* (2017)¹¹ y en Eichenbaum *et al.* (2020)¹² se sugiere que los modelos macroeconómicos más avanzados, los denominados «de equilibrio general dinámico y estocástico» (DSGE, por sus siglas en inglés) —en los que se parte del supuesto de que las fluctuaciones de los tipos de cambio reales y nominales obedecen a diferencias en la orientación de la política monetaria ajustadas por las primas de riesgo—, también ofrecen una descripción bastante acertada de la dinámica de los tipos de cambio y, en general, logran buenos resultados en la previsión de los tipos de cambio reales y, en menor medida, de los nominales. Al igual que sucede con enfoques más sencillos, esto se debe a que este tipo de modelos implican un retorno gradual del tipo de cambio real a su valor de PPA de equilibrio, pero tienden a subestimar la regularidad empírica de un fuerte grado de comovimiento entre los tipos de cambio reales y nominales.

La cuestión clave que se aborda en este artículo es si los conceptos de tipos de cambio de equilibrio distintos de la PPA podrían aumentar la predictibilidad de los tipos de cambio. En la medida en que los factores determinantes a largo plazo de los tipos de cambio puedan comprenderse —y, por tanto, el tipo de cambio de equilibrio pueda estimarse con mayor precisión—, en teoría debería ser posible prever mejor la trayectoria futura de los tipos de cambio reales y nominales. Por este motivo, en este artículo se evalúa la capacidad predictiva de tres conocidos modelos de tipo de cambio de equilibrio. Además del modelo de PPA, también se investigan las versiones simplificadas de los enfoques basados en el comportamiento del tipo de cambio de equilibrio (BEER, por sus siglas en inglés) y en el equilibrio macroeconómico en la misma línea que el trabajo de Ca' Zorzi *et al.* (2022)¹³.

Conclusiones

Los tipos de cambio no son un objetivo de política para los principales bancos centrales, pero son una variable importante en su conjunto de datos. Su importancia se debe a que anticipar su evolución futura podría contribuir a calibrar el

¹⁰ Esta propiedad también está integrada, en parte, en los modelos teóricos de rigidez de los precios. Con todo, en estos modelos el comovimiento obtenido entre los tipos de cambio reales y nominales tiende a ser menor que en los datos observados.

¹¹ M. Ca' Zorzi, M. Kolasa y M. Rubaszek, «Exchange rate forecasting with DSGE models», *Journal of International Economics*, vol. 107, 2017, pp. 127–146.

¹² M. Eichenbaum, B. K. Johansen y S. Rebelo, «Monetary policy and the predictability of nominal exchange rates», *The Review of Economic Studies*, vol. 88, 2020, pp. 192–228.

¹³ Concretamente, en este artículo del Boletín Económico se actualizan los resultados que se describen con detalle en el estudio de M. Ca' Zorzi, A. Cap, A. Mijakovic y M. Rubaszek, «The reliability of equilibrium exchange rate models: A forecasting perspective», *International Journal of Central Banking*, de próxima publicación. Una versión anterior de este documento está disponible en ECB Working Paper n.º 2358.

mecanismo de transmisión de la política monetaria. Los tipos de cambio también son importantes porque las desviaciones considerables y pronunciadas con respecto a sus valores razonables podrían presagiar un fuerte ajuste con repercusiones posiblemente adversas para las perspectivas de inflación y de producción. En este artículo se ha presentado un análisis basado en la literatura sobre los tipos de cambio de equilibrio y sobre las previsiones de los tipos de cambio. Se pueden extraer varias conclusiones importantes e inesperadas a partir del análisis de la capacidad predictiva de los modelos de tipo de cambio de equilibrio.

En primer lugar, para los datos dentro de la muestra, en promedio, los tipos de cambio reales tienden a converger lentamente hacia sus niveles de equilibrio si estos últimos se definen según modelos basados en la PPA o en el BEER.

Este no es el caso de los modelos de tipo de cambio de equilibrio basados en la cuenta corriente. Las estimaciones del tipo de cambio de equilibrio basadas en estos últimos tienden a ser inestables y poco fiables para explicar los movimientos del tipo de cambio real.

En segundo lugar, esta propiedad de convergencia puede aprovecharse para prever no solo los tipos de cambio reales, sino también los nominales. El motivo que lo explica es intuitivo, dado que la mayor parte del ajuste hacia el equilibrio se logra a través de un movimiento de las monedas y no mediante las variaciones de los precios relativos en los distintos países. Si bien el modelo de paseo aleatorio, en algunos casos, sigue siendo difícil de batir, los modelos basados en la PPA y el BEER pueden ayudar a prever los movimientos futuros de los tipos de cambio. En cambio, las estimaciones del modelo de equilibrio macroeconómico no son indicativas de la evolución futura de los tipos de cambio.

En tercer lugar, la mayor parte de la capacidad predictiva tiene su origen en las propiedades de reversión a la media de los tipos de cambio reales más que en el aprovechamiento de la relación entre los tipos de cambio y los fundamentos económicos.

Si bien la noción de PPA es mucho más compatible con la teoría económica y, por tanto, ofrece garantías adicionales con respecto a la utilidad de la teoría macroeconómica y el papel que desempeña el tipo de cambio en la transmisión de la política monetaria, la idea original de Meese y Rogoff (1981) —según la cual la trayectoria futura de los tipos de cambio no puede extrapolarse fácilmente de modelos económicos mejor que mediante el uso de una «regla empírica»— sigue siendo cierta en gran medida. En este artículo hemos matizado este resultado sugiriendo que la «regla empírica» más competitiva es con frecuencia la que prevé un ajuste gradual del tipo de cambio para restablecer el tipo de cambio real a su valor medio y no la que supone que «no hay variación». Los fundamentos principales que han de conocerse para las previsiones fuera de la muestra son los tipos de cambio reales y nominales, mientras que es relativamente poca la información que se pueda extraer de otros fundamentos económicos en épocas normales. Los grandes superávits o déficits por cuenta corriente pueden influir en la senda de ajuste del tipo de cambio, pero, conforme a la teoría, tienen una influencia limitada en su valor a largo plazo.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí](#)

2 Principales factores determinantes de las tendencias de la productividad en los países de la zona del euro

Paloma López-García y Bela Szörfi

Introducción

La productividad, definida en un sentido amplio como eficiencia en la producción, desempeña un papel fundamental en la capacidad de resistencia de las economías y el bienestar social de los países¹. El crecimiento de la productividad ejerce una importante influencia sobre la economía, ya que afecta a variables clave como el producto, el empleo y los salarios. La productividad también es relevante para la política monetaria, puesto que es un determinante fundamental del crecimiento del producto potencial y del tipo de interés natural y, por consiguiente, también del espacio de la política monetaria necesario para lograr la estabilidad de los precios en el medio plazo. Por tanto, las variaciones en la productividad pueden afectar al mecanismo de transmisión de la política monetaria y deben ser objeto de un estrecho seguimiento.

La responsabilidad de mejorar el crecimiento de la productividad recae principalmente en las políticas nacionales. Las políticas fiscales y estructurales de los países pueden acelerar el crecimiento de la productividad promoviendo una mayor eficiencia en los mercados de trabajo, de productos y financieros, y proporcionar así los medios y los incentivos necesarios para que las empresas productivas prosperen. Una educación y una administración pública de calidad y el estado de derecho son también condiciones institucionales indispensables para un entorno empresarial competitivo, que a su vez facilita el progreso tecnológico e incrementa los incentivos para inventar e innovar. Por lo tanto, los Gobiernos nacionales tienen un amplio margen para establecer las condiciones marco y los incentivos adecuados para que se adopten decisiones de inversión productiva e innovación que determinen el crecimiento de la productividad a largo plazo. Las políticas cíclicas, incluida la monetaria, también pueden favorecer, en determinadas circunstancias, el aumento de la productividad incrementando la demanda y estimulando la inversión.

Tendencias mundiales como el envejecimiento de la población y la ralentización del ritmo de globalización condicionan la evolución de la

¹ La productividad puede definirse de varias formas: desde un punto de vista unifactorial, la productividad del factor trabajo se define como las unidades de producto (PIB real o valor añadido) producidas por cada unidad de factor trabajo (que puede ser el número de personas ocupadas o el total de horas trabajadas). Sin embargo, la productividad de cada uno de los factores de producción, por ejemplo, del factor trabajo, depende de la cantidad utilizada de los demás factores. Para reflejar la eficiencia con que se emplean todos los factores, los economistas recurren a un concepto de productividad más amplio, la productividad total de los factores (PTF), que no es observable y se calcula como un residuo. En un sistema basado en la función de producción, el crecimiento de la productividad del trabajo viene determinado por el incremento de la PTF y por el del capital por unidad de factor trabajo (intensidad del capital).

productividad. La globalización puede acelerar el crecimiento de la productividad por diversas vías: i) aumentando las oportunidades de exportación e intensificando la competencia en los mercados²; ii) facilitando el «aprendizaje mediante la exportación³»; iii) incrementando la diversidad y la calidad de los factores de producción⁴, y iv) mejorando la asignación de recursos entre empresas⁵. En cuanto al envejecimiento de la población de la zona del euro, la evidencia empírica muestra que las aptitudes físicas de los trabajadores y su capacidad de innovación disminuyen con la edad, y que también se reduce su velocidad de adaptación a las nuevas tecnologías⁶. Como el envejecimiento poblacional hace que aumente la proporción de trabajadores de más edad en la población activa, esto podría incidir negativamente en la productividad general. Con todo, existen algunos factores que contrarrestan esa tendencia, como el aumento de la longevidad y de los años de vida con buena salud y el nivel educativo más elevado de la población mayor.

En el presente artículo se analizan los principales factores que explican la evolución de la productividad en la zona del euro a lo largo de las últimas décadas. Se resumen los nuevos datos aportados por un informe elaborado para la revisión de la estrategia del BCE, en el que se documentan las tendencias y los factores determinantes de la productividad en los últimos decenios⁷. Para una visión más completa, véase el informe íntegro, que se basa en la extensa literatura sobre los determinantes de la productividad y en el trabajo realizado en el seno del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), además de en nuevos análisis. El artículo se complementa con el recuadro 4 de este Boletín Económico, en el que se presenta evidencia preliminar sobre el impacto en la productividad derivado de la pandemia de coronavirus (COVID-19) y de la respuesta de las políticas públicas para contenerla.

El artículo tiene cinco secciones. En la sección 2 se presentan las regularidades empíricas en materia de productividad más importantes, utilizando datos macroeconómicos y sectoriales para definir el contexto. En la sección 3 se emplean datos a nivel de empresa para examinar los principales factores determinantes del crecimiento de la productividad, distinguiendo entre los que afectan al crecimiento de la productividad dentro de las empresas y los que influyen en la asignación de los factores de producción entre ellas. La sección 4 se centra en la interacción entre la política monetaria y los citados determinantes del crecimiento de la productividad. En la sección 5 se ofrecen algunas conclusiones.

² Véase P. Bustos, «Trade Liberalization, Exports, and Technology Upgrading: Evidence on the Impact of MERCOSUR on Argentinian Firms», *American Economic Review*, vol. 101, n.º 1, febrero de 2011, pp. 304-340.

³ Es decir, la eficiencia de una empresa puede verse favorecida por los conocimientos adquiridos mediante su presencia en mercados extranjeros. Véase J. De Loecker, «Detecting Learning by Exporting», *American Economic Journal: Microeconomics*, vol. 5, n.º 3, agosto de 2013, pp. 1-21.

⁴ Véase L. Halpern, M. Koren y A. Szeidl, «Imported Inputs and Productivity», *American Economic Review*, vol. 105, n.º 12, diciembre de 2015, pp. 3660-3703.

⁵ Véase M. J. Melitz, «The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity», *Econometrica*, vol. 71, n.º 6, 2003, pp. 1695-1725.

⁶ Véase, por ejemplo, S. Aiyar, C. Ebeke y X. Shao, «The Impact of Workforce Aging on European Productivity», *IMF Working Papers*, WP/16/238, Fondo Monetario Internacional, 2016.

⁷ En la elaboración del informe participaron expertos de 15 bancos centrales nacionales y del BCE. Véase «Key factors behind productivity trends in EU countries», *Occasional Paper Series*, n.º 268, BCE, septiembre de 2021.

Conclusiones

El crecimiento de la productividad lleva varias décadas estancado en la zona del euro, debido a la interacción de una serie de factores. Primero, la intensidad del capital se ha mantenido en niveles bajos en la zona del euro desde la crisis financiera global como consecuencia de la débil recuperación de la inversión y el empleo. Segundo, el crecimiento de la productividad dentro de las empresas se viene desacelerando desde el período previo a la crisis financiera mundial, debido a que la creación de tecnología ha sido más lenta en las empresas manufactureras, lo que ha mermado el crecimiento de la PTF de la zona del euro. Aunque esta evolución se ha visto parcialmente compensada por la aceleración de la innovación en los servicios, parece que las nuevas tecnologías que han contribuido al ascenso de la PTF en este sector benefician fundamentalmente a las denominadas «empresas frontera» (las más productivas), mientras que la mayoría de las compañías de servicios van rezagadas en adopción tecnológica, lo que está ralentizando el crecimiento de su PTF. Tercero, la contribución de la reasignación de recursos entre empresas consolidadas al crecimiento de la productividad lleva disminuyendo desde antes de la crisis financiera global. Cuarto, la estructura demográfica empresarial solo ayuda de manera limitada al crecimiento de la productividad, ya que las sociedades nuevas tienen niveles de productividad por debajo de la media y pocas de las supervivientes registran tasas elevadas de aumento de la productividad. Es probable que el retraso en la salida de las empresas poco productivas con dificultades financieras haya contribuido, aunque sea mínimamente, a lastrar el crecimiento de la productividad en las últimas décadas.

Estos factores dependen de las palancas internas y externas de las empresas, lo que sugiere que las políticas nacionales desempeñan un papel importante en el impulso de la productividad. Hay abundante evidencia de que los países pertenecientes a la zona del euro podrían lograr un crecimiento de la productividad considerablemente más fuerte si aplicaran las mejores prácticas internacionales en materia de políticas estructurales y regulación de varios mercados⁸. Entre ellas se incluyen políticas que incrementen la movilidad laboral entre empresas, sectores y regiones, y también dentro de ellos; que apoyen la difusión de tecnología y el crecimiento de compañías más innovadoras y productivas; que creen un entorno más competitivo en los mercados de productos; que potencien la contribución de las finanzas a una asignación más eficiente del ahorro y desincentiven la acumulación excesiva de deuda corporativa, y que refuercen los regímenes de insolvencia para facilitar la salida de las empresas menos productivas.

Al mismo tiempo, los autores del artículo han encontrado evidencia preliminar de que la política monetaria tiene un efecto positivo en el crecimiento de la productividad, al menos con arreglo a un modelo de equilibrio parcial. La nueva evidencia preliminar que se presenta en este artículo sugiere que es posible que la orientación acomodaticia de la política monetaria de la zona del euro haya mejorado la asignación de capital al favorecer la demanda y la inversión de

⁸ Para un resumen de los efectos de las políticas estructurales en la productividad, véanse «Key factors behind productivity trends in EU countries», *Occasional Paper Series*, n.º 268, BCE, septiembre de 2021, y K. Masuch, R. Anderton, R. Setzery N. Benalal, «Structural policies in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 210, BCE, 2018.

empresas que sufren restricciones financieras pero tienen una elevada productividad marginal del capital. También se constata que ese tono acomodaticio no ha lastrado, en general, la asignación de crédito, aunque puede haber algunas excepciones relacionadas con grandes compañías con beneficios por debajo de sus pagos por intereses.

De cara al futuro, la evolución de la productividad dependerá también de la interacción de los determinantes de su crecimiento con los efectos de la pandemia de COVID-19. Pese a las señales alentadoras observadas recientemente, sigue habiendo algunas amenazas, debido a la posible reestructuración de las cadenas globales de valor tras la pandemia y al nuevo aumento de las barreras al comercio. El enorme apoyo proporcionado al sector empresarial por las políticas públicas en respuesta a la crisis de la pandemia ha sido crucial para mitigar el impacto inicial de la perturbación. Sin embargo, una vez que la recuperación económica se afiance de forma sostenible, el respaldo de las medidas adoptadas ha de retirarse gradualmente, entre otros motivos, para que no se establezcan incentivos inapropiados que impidan la redistribución eficiente de los recursos. Además, convendría evitar que esa retirada se traduzca en un endurecimiento injustificado de las condiciones financieras que incrementaría el coste de financiación, reduciría los beneficios esperados de los nuevos proyectos de mejora de la productividad y retrasaría las inversiones, con el consiguiente impacto sobre el crecimiento de la productividad.

Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que la implantación acelerada de tecnologías digitales como consecuencia de la perturbación del COVID-19 podría propiciar un mayor crecimiento de la productividad en el futuro. La evidencia disponible sobre el impacto de la pandemia de COVID-19 en la productividad parece corroborar esa teoría, como se analiza en el recuadro 3 de este Boletín Económico. Con todo, el ritmo y el impacto distributivo de esa digitalización acelerada siguen sin estar claros y dependen del desarrollo de instituciones, infraestructuras, cualificaciones, métodos de producción y competencias de gestión. Asimismo, una fuerte inversión en tecnologías verdes podría desplazar considerablemente la frontera tecnológica. Sin embargo, con vistas a facilitar el cambio estructural necesario para aplicar prácticas de producción ecológicas, la nueva inversión debería estar acompañada de condiciones marco favorables.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí](#)

3 El mercado de la vivienda de la zona del euro durante la pandemia de COVID-19

Niccolò Battistini, Matteo Falagiarda, Johannes Gareis, Angelina Hackmann y Moreno Roma

Introducción

El mercado de la vivienda de la zona del euro se encontraba en un ciclo expansivo relativamente largo antes de que irrumpiese la crisis del coronavirus (COVID-19)¹. Justo antes de estallar la crisis, este mercado se caracterizaba por su solidez. En el último trimestre de 2019, los precios de la vivienda, la inversión residencial y los préstamos para adquisición de vivienda seguían una tendencia alcista respaldada por el fuerte aumento de la renta y por los tipos de interés de los créditos bancarios destinados a la compra de vivienda en mínimos históricos (gráficos 1 y 2)². Habida cuenta de la fase del ciclo de la vivienda, cabía esperar que una perturbación económica como la crisis del COVID-19 produjese un cambio de ciclo.

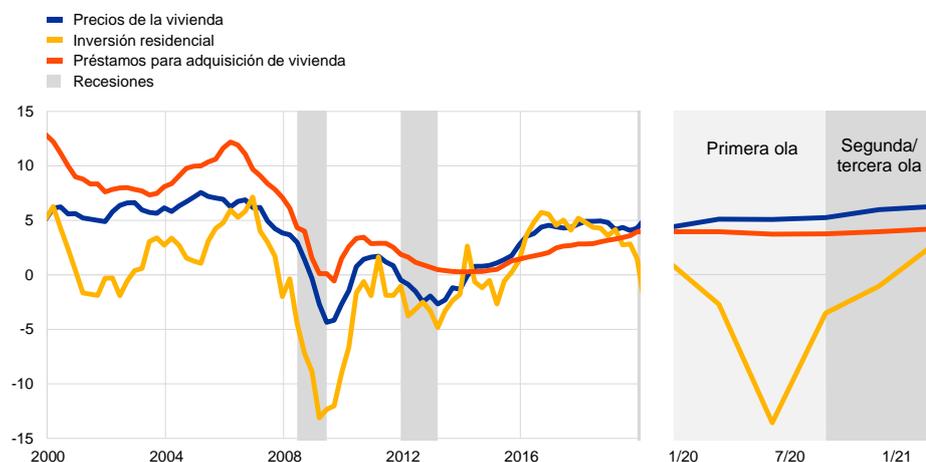
¹ Para un análisis de la situación del mercado de vivienda de la zona del euro antes de la pandemia de COVID-19, véase el artículo titulado «[The state of the housing market in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2018.

² A lo largo de este artículo, a menos que se indique lo contrario, los precios de la vivienda se refieren al índice de precios nominales de la vivienda, la inversión residencial a la inversión en construcción residencial en términos reales y los préstamos para adquisición de vivienda al crédito concedido a los hogares para la compra de vivienda en términos nominales.

Gráfico 1

Precios de la vivienda, inversión residencial y préstamos para adquisición de vivienda en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Las zonas de color gris delimitan las recesiones identificadas por el Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Con todo, el mercado de la vivienda de la zona del euro no reaccionó a la crisis del COVID-19 de la misma forma que en las crisis anteriores porque la perturbación subyacente fue diferente³. La crisis financiera mundial de 2008 se originó en el mercado de la vivienda de Estados Unidos y la crisis de deuda soberana que comenzó en 2010 se produjo, sobre todo, como consecuencia de perturbaciones financieras. Al principio, la perturbación provocada por la pandemia de COVID-19 no estuvo relacionada con los fundamentos económicos y —en especial en sus fases iniciales— afectó a la economía principalmente a través de las restricciones obligatorias y voluntarias a la movilidad para contener la propagación del virus. Estas restricciones dieron lugar a peculiaridades con respecto a la crisis financiera global y a la crisis de deuda soberana, fundamentalmente como resultado de su impacto desigual en la dinámica de la vivienda en términos reales y nominales y la evolución dispar del mercado de la vivienda en los distintos países. La naturaleza particular de la pandemia de COVID-19 generó respuestas enérgicas de las políticas monetaria, fiscal y macroprudencial.

En este artículo se explora la evolución del mercado de la vivienda de la zona del euro durante la pandemia y se compara con lo ocurrido en crisis anteriores, prestando especial atención al papel desempeñado por las medidas de apoyo. Se adopta un enfoque holístico que abarca la evolución y las perspectivas de la inversión residencial, los precios de la vivienda y los préstamos para adquisición de vivienda en la zona del euro. La sección 2 se centra en los

³ A lo largo del artículo, conforme a la [cronología de los ciclos económicos de la zona del euro](#) establecida por el Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR, a menos que se señale lo contrario, se utiliza el término «crisis del COVID-19» para aludir al período comprendido entre el cuarto trimestre de 2019 (máximo antes de la crisis) y el último trimestre disponible (dado que no se ha determinado aún la fecha de finalización). La crisis financiera mundial hace referencia al período que va desde el primer trimestre de 2008 hasta el segundo de 2009, mientras que la crisis de deuda soberana corresponde al período entre el tercer trimestre de 2011 y el primero de 2013.

disparos efectos que tuvo la primera ola de la pandemia de COVID-19 en el mercado de la vivienda de la zona del euro entre el primer y el tercer trimestre de 2020, cuando las estrictas medidas de contención afectaron más a la actividad. En la sección 3 se profundiza en la capacidad de resistencia mostrada posteriormente por el sector de la vivienda durante la segunda y la tercera ola de la pandemia hasta el segundo trimestre de 2021, en un entorno de medidas de contención más focalizadas y de un considerable apoyo de las políticas. En la sección 4 se presentan las perspectivas y los riesgos para el mercado de la vivienda de la zona del euro de cara al futuro.

Conclusiones

En este artículo se analiza la evolución del mercado de la vivienda de la zona del euro desde el estallido de la pandemia de COVID-19. Las restricciones obligatorias y voluntarias a la movilidad de los agentes económicos en respuesta a la primera ola de la pandemia de COVID-19 tuvieron un fuerte impacto en la actividad sin que se deteriorase significativamente la tendencia al alza de los precios y de los préstamos, a diferencia de lo ocurrido en la crisis financiera mundial y la crisis de deuda soberana. Asimismo, si se compara con las crisis anteriores, la primera ola de la pandemia dio lugar a una inversión residencial más desigual entre países, lo que obedece, en parte, al efecto heterogéneo de las restricciones en distintos segmentos de la distribución de la renta.

Durante la pandemia, el sector de la vivienda se vio sustentado por varios factores. La capacidad de resistencia del mercado de la vivienda se debió, en parte, a la disminución del efecto de las restricciones tras la primera ola. Entre otros factores se incluyen las medidas de política fiscal, monetaria y macroprudencial, la persistencia de unas condiciones de financiación favorables, el mayor atractivo de la vivienda con fines de inversión, así como los cuellos de botella en la oferta que ejercieron presiones al alza sobre los precios de la vivienda sin lastrar la actividad de forma significativa.

En general, las incertidumbres relacionadas con la pandemia y los cambios estructurales asociados continuarán influyendo en las perspectivas del mercado de la vivienda. Es probable que la recuperación generalizada de la economía y el uso del elevado volumen de ahorro acumulado respalden las perspectivas del mercado de la vivienda en adelante. No obstante, las perspectivas siguen siendo inciertas y dependen de cómo evolucione la pandemia y de cuándo se retiren las medidas de apoyo. Los cambios en las preferencias en materia de vivienda pueden llevar también a una redistribución en el mercado, en detrimento de los inmuebles residenciales urbanos y los comerciales y a favor de viviendas en zonas periféricas y rurales. La evolución dispar observada en los distintos hogares persistirá probablemente, y cabe la posibilidad de que se intensifique.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí](#)

© Banco Central Europeo, 2021

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 27 de octubre de 2021.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-21-007-ES-N (edición electrónica)