



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 1/2022



# Índice

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria</b>   | <b>2</b>  |
| Resumen   | 2         |
| 1 Entorno exterior  | 7         |
| 2 Evolución financiera  | 12        |
| 3 Actividad económica   | 16        |
| 4 Precios y costes  | 22        |
| 5 Dinero y crédito  | 28        |
| <b>Recuadros</b>  | <b>33</b> |
| 1 Datos actualizados sobre la evolución reciente de la inflación en Estados Unidos y en la zona del euro                      | 33        |
| 2 Posibles efectos en el producto potencial de la zona del euro de las disrupciones persistentes en las cadenas de suministro | 40        |
| 3 Dinamismo de la productividad de las empresas en la zona del euro   | 47        |
| 4 Dependencia del gas natural y riesgos para la actividad de la zona del euro   | 53        |
| 5 El papel de la migración en la débil evolución de la población activa durante la pandemia de COVID-19                       | 59        |
| 6 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras                                     | 65        |
| 7 Los costes de la vivienda: percepciones según encuestas y señales de las estadísticas de precios                            | 69        |
| 8 Indexación de las pensiones y salarios públicos en la zona del euro   | 76        |
| <b>Artículos</b>  | <b>83</b> |
| 1 Vivienda en régimen de propiedad y medición de la inflación   | 83        |
| 2 <i>Next Generation EU</i> , desde la perspectiva de la zona del euro  | 84        |

# Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

## Resumen

La economía de la zona del euro continúa recuperándose y el mercado de trabajo sigue mejorando, con la ayuda del amplio apoyo de las políticas. No obstante, es probable que el crecimiento siga siendo débil en el primer trimestre de 2022 debido a que la actual ola de la pandemia continúa afectando negativamente a la actividad económica. La escasez de materiales, equipos y mano de obra continúa frenando la producción en algunos sectores. Los altos costes de la energía están perjudicando las rentas de los hogares de la zona del euro y los beneficios de las empresas, y es probable que moderen el gasto. Sin embargo, el efecto sobre la economía de cada ola de la pandemia es cada vez menor y los factores que están conteniendo la producción y el consumo deberían reducirse gradualmente, lo que permitirá que la economía vuelva a experimentar un fuerte repunte a lo largo del año.

La inflación ha aumentado de forma acusada en los últimos meses y ha dado una nueva sorpresa al alza en enero, debido principalmente al encarecimiento de los costes de la energía, que están presionando al alza los precios de los bienes y servicios en muchos sectores, y a la subida de los precios de los alimentos. Es probable que la inflación siga siendo elevada durante más tiempo de lo esperado anteriormente, pero que disminuya a lo largo de este año.

En consecuencia, el Consejo de Gobierno confirmó las decisiones adoptadas en su reunión de política monetaria de diciembre. Por tanto, continuará reduciendo escalonadamente el ritmo de sus compras de activos durante los próximos trimestres y pondrá fin a las compras netas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) a final de marzo. En vista de la actual incertidumbre, el Consejo de Gobierno necesitará más que nunca mantener la flexibilidad y las opciones abiertas en la ejecución de la política monetaria. Asimismo, está preparado para ajustar todos sus instrumentos, según proceda, para asegurar que la inflación se estabilice en el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo.

## Actividad económica

La actividad económica mundial siguió mostrando capacidad de resistencia en el cuarto trimestre del año pasado. Los datos de las encuestas de opinión indican un crecimiento económico vigoroso a finales de 2021, aunque el avance del comercio se mantuvo contenido. Los cuellos de botella en la oferta mostraron signos incipientes de mejora. Sin embargo, la aparición de la variante ómicron del coronavirus (COVID-19) y las posibles bajas laborales relacionadas con la pandemia

podrían traducirse en nuevas interrupciones en las cadenas de suministro y plantear riesgos para la actividad económica mundial a corto plazo. La inflación mundial continuó aumentando, reflejo de las subidas de los precios de la energía y de la generalización de las presiones inflacionistas en los distintos sectores. Se espera que estas presiones disminuyan a escala global a lo largo de 2022, puesto que se prevé una moderación de los precios energéticos.

El crecimiento económico de la zona del euro disminuyó hasta el 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el último trimestre del año pasado. No obstante, el producto recuperó su nivel prepandemia a finales de 2021. Es probable que la actividad económica y la demanda se mantengan contenidas en la primera parte de este año por distintos motivos. En primer lugar, las medidas de contención de la pandemia están afectando a los servicios de consumo, especialmente en los sectores de viajes, turismo, hostelería y entretenimiento. Aunque las tasas de contagio siguen siendo muy elevadas, el impacto de la pandemia en la vida económica está resultando ahora menos dañino. En segundo lugar, los altos precios energéticos están reduciendo el poder adquisitivo de los hogares y los beneficios de las empresas, lo que restringe el consumo y la inversión. Y, en tercer lugar, la escasez de equipos, materiales y mano de obra en algunos sectores continúa frenando la producción de bienes manufacturados, causando retrasos en la construcción y ralentizando la recuperación en algunas partes del sector servicios. Aunque hay señales de que estos cuellos de botella podrían estar empezando a disminuir, aún persistirán durante algún tiempo.

A más largo plazo, el crecimiento debería repuntar con fuerza en la zona del euro a lo largo de 2022, impulsado por la fortaleza de la demanda interna. A medida que el mercado de trabajo continúe mejorando, con más personas empleadas y menos trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo, los hogares deberían disponer de mayores ingresos y gastar más. La recuperación mundial y el apoyo continuado de las políticas monetaria y fiscal también contribuyen a estas perspectivas favorables. Unas medidas de política fiscal bien enfocadas que promuevan la productividad y reformas estructurales, adaptadas a las condiciones de los distintos países de la zona del euro, siguen siendo fundamentales para complementar la política monetaria con eficacia.

## Inflación

La inflación de la zona del euro aumentó hasta el 5,1 % en enero de 2022, desde el 5,0 % de diciembre de 2021, y es probable que siga siendo alta a corto plazo. Los precios de la energía continúan siendo la principal causa de la elevada tasa de inflación. Su impacto directo supuso más de la mitad de la inflación general en enero, y los costes de la energía también están presionando al alza los precios de los bienes y servicios en muchos sectores. Los precios de los alimentos también han aumentado, debido a factores estacionales, a los elevados costes de transporte y al encarecimiento de los fertilizantes. Asimismo, las subidas de precios son ahora más generalizadas, y las de una amplia gama de bienes y servicios han sido notables. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han aumentado

en los últimos meses, aunque la influencia de factores de naturaleza temporal relacionados con la pandemia hace que la persistencia de esos aumentos siga siendo incierta. Los indicadores de mercado apuntan a una moderación de la dinámica de los precios de la energía en el transcurso de 2022 y las presiones inflacionistas derivadas de los cuellos de botella en la oferta mundial también deberían disminuir.

Las condiciones del mercado de trabajo continúan mejorando, aunque el crecimiento de los salarios sigue contenido en general. Con el tiempo, el retorno de la economía a la plena capacidad debería contribuir a un crecimiento más rápido de los salarios. Los indicadores de mercado relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido prácticamente estables en niveles justo por debajo del 2 % desde la anterior reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de diciembre. Los indicadores de opinión más recientes la sitúan en torno al 2 %. Estos factores también seguirán contribuyendo a la inflación subyacente y ayudarán a que la inflación general se sitúe de forma duradera en el objetivo del BCE del 2 %.

## Evaluación de riesgos

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro están, en general, equilibrados a medio plazo. La economía podría evolucionar mucho mejor de lo previsto si la confianza de los hogares aumenta y ahorran menos de lo esperado. En cambio, aunque las incertidumbres relacionadas con la pandemia han remitido ligeramente, las tensiones geopolíticas se han incrementado. Asimismo, unos costes persistentemente elevados de la energía podrían frenar el consumo y la inversión más de lo esperado. El ritmo de resolución de los cuellos de botella en la oferta constituye un riesgo adicional para las perspectivas de crecimiento e inflación. En comparación con las expectativas del Consejo de Gobierno de diciembre, los riesgos para las perspectivas de inflación apuntan al alza, especialmente a corto plazo. Si las presiones inflacionistas se tradujeran en subidas salariales mayores de lo previsto o la economía volviera a operar a plena capacidad con mayor rapidez, la inflación podría situarse en niveles más elevados.

## Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado han aumentado desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2021. Sin embargo, hasta el momento, los costes de financiación de las entidades de crédito se han mantenido contenidos. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y a los hogares permanecen en mínimos históricos y las condiciones de financiación de la economía continúan siendo favorables. El crédito a las empresas se ha recuperado en todos los plazos. La fuerte demanda de hipotecas está sosteniendo los préstamos a los hogares. Las entidades de crédito son ahora tan rentables como antes de la pandemia y sus balances siguen siendo sólidos.

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro más reciente, la demanda de préstamos de las empresas aumentó de forma notable en el último trimestre de 2021, debido a la mayor necesidad de capital circulante derivada de los cuellos de botella en la oferta y al incremento de la financiación de inversiones a más largo plazo. Asimismo, las entidades de crédito continúan teniendo una visión en general optimista de los riesgos de crédito, debido principalmente a su valoración favorable de las perspectivas económicas.

## Decisiones de política monetaria

En consecuencia, en este contexto, en su reunión de política monetaria de febrero el Consejo de Gobierno confirmó las decisiones adoptadas en su anterior reunión de diciembre.

En el primer trimestre de 2022, el Consejo de Gobierno está realizando compras netas de activos en el marco del PEPP a un ritmo inferior al del trimestre anterior. Pondrá fin a las compras netas de activos en el marco del PEPP a final de marzo de 2022.

El Consejo de Gobierno prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024. En todo caso, la futura extinción de la cartera del PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

La pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés, la flexibilidad en el diseño y en la realización de las compras de activos ha contribuido a contrarrestar las dificultades en la transmisión de la política monetaria y ha hecho que los esfuerzos del Consejo de Gobierno para lograr su objetivo sean más eficaces. En el marco del mandato del Consejo de Gobierno, en condiciones de estrés, la flexibilidad seguirá siendo un elemento de la política monetaria cuando las amenazas para la transmisión de la política monetaria pongan en peligro el logro de la estabilidad de precios. En particular, en caso de una nueva fragmentación del mercado relacionada con la pandemia, las reinversiones en el marco del PEPP pueden ajustarse en cualquier momento de manera flexible en el tiempo, entre clases de activos y entre jurisdicciones. Ello podría incluir la compra de bonos emitidos por la República Helénica además de la reinversión de los importes vencidos a fin de evitar una interrupción de las compras en esa jurisdicción que pudiera obstaculizar la transmisión de la política monetaria a la economía griega mientras sigue recuperándose de los efectos de la pandemia. Las compras netas en el marco del PEPP también podrían reactivarse, si fuera necesario, para contrarrestar las perturbaciones negativas relacionadas con la pandemia.

En línea con la reducción escalonada de las compras de activos decidida en diciembre de 2021 y para asegurar que la orientación de la política monetaria siga siendo coherente con la estabilización de la inflación en el objetivo del Consejo de Gobierno a medio plazo, las compras netas mensuales en el marco del programa de compras de activos (APP) tendrán un importe de 40.000 millones de euros en el segundo trimestre de 2022 y de 30.000 millones de euros en el tercer trimestre. A

partir de octubre, el Consejo de Gobierno mantendrá las compras netas de activos en el marco del APP a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos de interés oficiales. El Consejo de Gobierno espera que las compras netas finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

El Consejo de Gobierno también prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

El Consejo de Gobierno seguirá vigilando las condiciones de financiación de las entidades de crédito y asegurando que el vencimiento de las operaciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) no obstaculice la transmisión fluida de su política monetaria. El Consejo de Gobierno evaluará también periódicamente la forma en que las operaciones de financiación con objetivo específico están contribuyendo a la orientación de su política monetaria. Como se anunció, espera que las condiciones especiales aplicables a las TLTRO III dejen de aplicarse en junio de este año. El Consejo de Gobierno evaluará asimismo la calibración adecuada de su sistema de dos tramos para la remuneración de reservas, de forma que el tipo de interés oficial negativo no limite la capacidad de intermediación de las entidades de crédito en un entorno de amplio exceso de liquidez.

El Consejo de Gobierno también confirmó sus demás medidas para apoyar el mandato de estabilidad de precios del BCE, es decir, el nivel de los tipos de interés oficiales del BCE y las orientaciones sobre su evolución futura, lo que es crucial para mantener el grado adecuado de acomodación a fin de estabilizar la inflación en el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo.

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

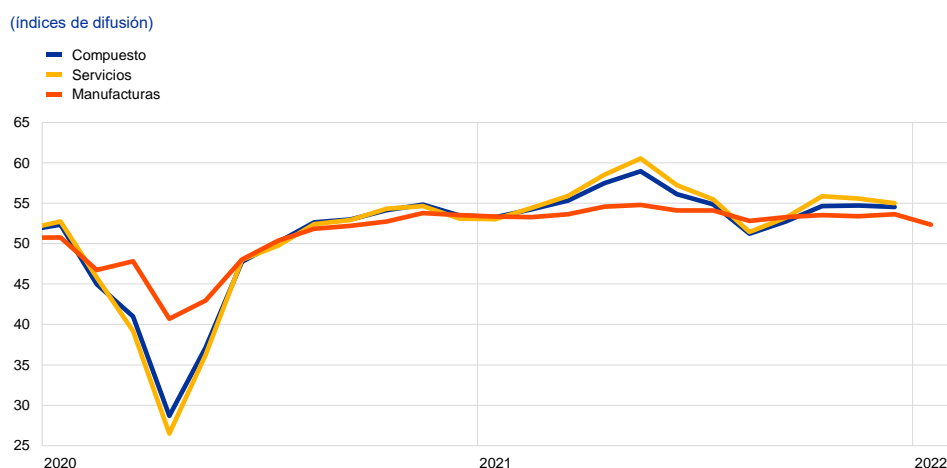


## 1 Entorno exterior

La actividad económica mundial siguió mostrando capacidad de resistencia en el cuarto trimestre del año pasado. Los datos de las encuestas de opinión indican un crecimiento económico vigoroso a finales de 2021, aunque el avance del comercio se mantuvo contenido. Los cuellos de botella en la oferta mostraron signos incipientes de mejora. Sin embargo, la aparición de la variante ómicron y las posibles bajas laborales relacionadas con la pandemia entrañan riesgos de nuevas disrupciones en las cadenas de suministro y para la actividad económica global en el corto plazo. La inflación mundial continuó aumentando, reflejo de las subidas de los precios de la energía y de la generalización de las presiones inflacionistas en los distintos sectores. Se espera que estas presiones disminuyan a escala global a lo largo de 2022, puesto que se prevé una moderación de los precios energéticos.

**El crecimiento económico mundial continuó siendo vigoroso en el cuarto trimestre de 2021.** El índice de directores de compras (PMI) de actividad compuesto global (excluida la zona del euro) permaneció estable y por encima de su media de largo plazo en el cuarto trimestre de 2021, como reflejo de la firmeza de la demanda (gráfico 1). No obstante, la irrupción de la variante ómicron y su mayor transmisibilidad comenzaron a hacer mella en el sector servicios en economías importantes, incluido el Reino Unido, en diciembre. Dado que las medidas de contención del coronavirus (COVID-19) se endurecieron de manera considerable en muchos países hacia finales de año, se espera una desaceleración transitoria de la actividad económica para el primer trimestre de 2022, como ya apunta la caída del índice PMI de manufacturas en enero.

**Gráfico 1**  
PMI de actividad compuesto global (excluida la zona del euro)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2021 (índices compuesto y de servicios) y a enero de 2022 (índice de manufacturas).

**Los cuellos de botella en la oferta mundial muestran signos incipientes de mejora en un entorno de mayor incertidumbre como consecuencia de la**



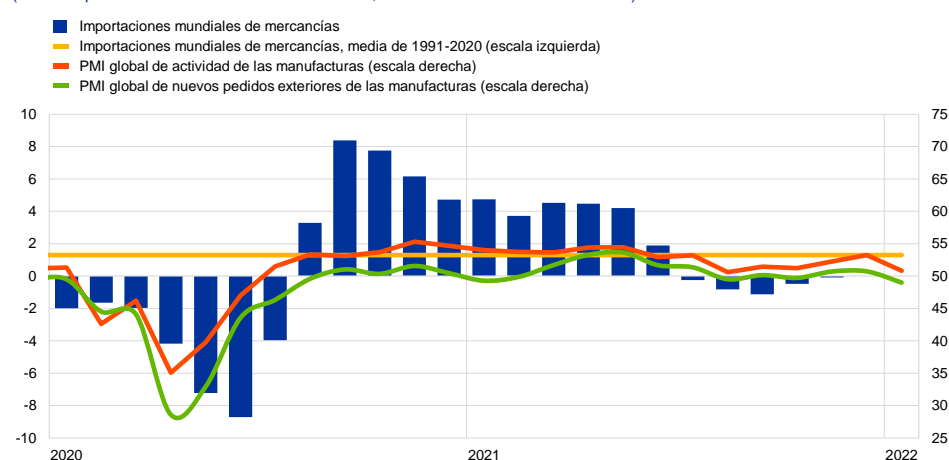
**evolución de la pandemia.** Los plazos de entrega de los proveedores mejoraron a escala global en noviembre y diciembre. No obstante, parte de esa mejora se revirtió en enero, y dichos plazos permanecen próximos a los valores extremos observados durante el confinamiento mundial en el segundo trimestre de 2020. Los costes de transporte en determinadas rutas comerciales principales están disminuyendo, y la producción mundial de automóviles se recuperó levemente en el cuarto trimestre de 2021. Sin embargo, la irrupción de la variante ómicron, muy contagiosa, y las consiguientes perspectivas de bajas laborales relacionadas con el coronavirus en un contexto de mercados de trabajo ya tensionados entrañan un riesgo de que las restricciones de oferta puedan reintensificarse a corto plazo.

**El crecimiento del comercio mundial se mantiene contenido.** Pese a que la tasa de crecimiento intermensual de las importaciones reales mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) aumentó en noviembre, el ritmo de expansión del comercio mundial sigue siendo débil. Por otra parte, el PMI global (excluida la zona del euro) de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas volvió a caer a terreno contractivo en enero de 2022, lo que apunta a un tímido avance del comercio mundial a principios de este año (gráfico 2).

## Gráfico 2

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

(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 noviembre de 2021 (importaciones mundiales de mercancías) y a enero de 2022 (PMI).

**Las presiones inflacionistas globales continuaron siendo intensas en noviembre.** Ese mes, la inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó hasta situarse en el 5,8 % en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Aunque la tasa de variación de los precios de la energía alcanzó el nivel más alto observado en las cuatro últimas décadas, la inflación sin energía y alimentos también creció hasta el 3,8 % en noviembre, frente al 3,2 % del mes anterior. De cara al futuro, se espera que las presiones inflacionistas globales disminuyan a lo largo del año, puesto que se prevé una moderación de los precios energéticos desde sus elevadas cotas actuales.

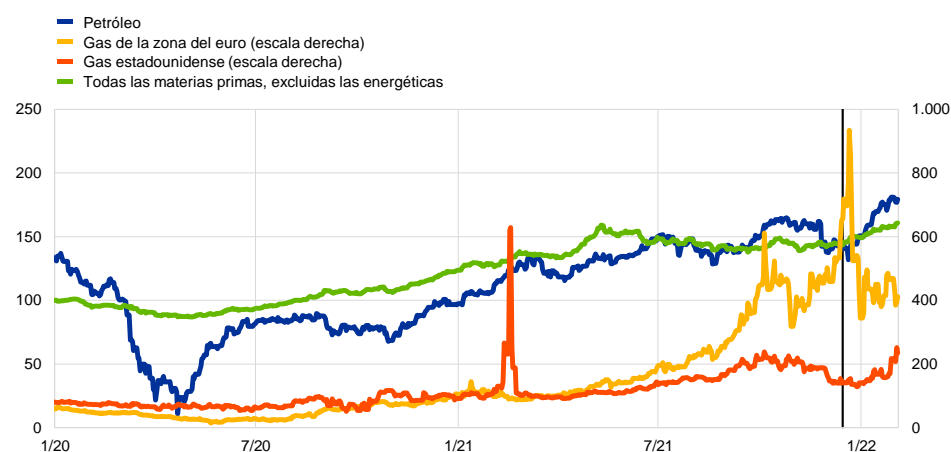
### Los precios del petróleo aumentaron debido a factores tanto de demanda como de oferta.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, los precios de esta materia prima han repuntado un 28 %, ya que parece que los mercados de crudo reflejan el optimismo general de que la variante ómicron no afectará a la demanda mundial de petróleo tanto como se temía inicialmente. Por el lado de la oferta, el grupo de países que integran la OPEP+ no alcanzó sus objetivos de producción en diciembre y, según la agencia gubernamental estadounidense Energy Information Administration<sup>1</sup>, es improbable que cumpla su objetivo para 2022 en vista de las dificultades que algunos países están teniendo para recuperar la capacidad que quedó ociosa. Las materias primas no energéticas también se han encarecido desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre como consecuencia del aumento de los precios tanto de los metales (+13 %) como de los alimentos (+6 %) (gráfico 3).

### Gráfico 3

#### Evolución de los precios de las materias primas

(Índice, 2015 = 100)



Fuentes: Bloomberg, HWWI y cálculos del BCE.

Notas: «Gas de la zona del euro» se refiere al precio del gas en el mercado TTF holandés, mientras que «Gas estadounidense» hace referencia al precio al contado del gas natural de Henry Hub. La línea vertical de color gris marca la fecha de la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2021. La última observación corresponde al 3 de febrero de 2022.

### En Estados Unidos, la actividad económica continuó siendo sólida, con un aumento de los riesgos a corto plazo para las perspectivas como consecuencia del empeoramiento de la pandemia.

El crecimiento del PIB anualizado se incrementó hasta el 6,9 % en el cuarto trimestre de 2021, impulsado, en parte, por un fuerte aumento de las existencias. Además, el consumo privado se aceleró hasta superar el ritmo de expansión observado antes de la pandemia, favorecido, sobre todo, por los servicios. No obstante, se espera que la aparición de la variante ómicron afecte a este sector, aunque se cree que su impacto se limitará, en gran medida, al primer trimestre de 2022. Mientras tanto, el mercado de trabajo sigue tensionado ante la escasez de mano de obra, lo que se ha traducido en una intensificación de las presiones salariales. La inflación general interanual medida por los precios de consumo aumentó hasta el 7 % en diciembre, su nivel más alto desde 1982. Los precios energéticos continúan siendo un importante factor

<sup>1</sup> Véase «Short-term Energy Outlook», U.S. Energy Administration, 8 de febrero de 2022.

determinante de la inflación, aunque los persistentes cuellos de botella en la oferta también siguen contribuyendo al ascenso de los precios. Ante las tensiones en el mercado de trabajo y la elevada inflación, la Reserva Federal señaló una orientación más restrictiva de su política monetaria en su reunión de diciembre. El ritmo de reducción de las compras mensuales de activos se aceleró a partir de enero de 2022, y se espera que los tipos de interés suban en algún momento de este año. En cuanto a la política fiscal, la ley para la recuperación (*Build Back Better Act*) sufrió un revés, ya que el proyecto de ley lleva paralizado en el Senado desde noviembre, y se cree que el impulso fiscal al crecimiento va a desaparecer mucho más rápidamente de lo que se había previsto.

#### **En Japón, la recuperación económica se reanudó en el último trimestre de**

**2021.** Tras la contracción observada en el verano del pasado año, la actividad económica se mantuvo firme en el cuarto trimestre, respaldada fundamentalmente por la demanda embalsada. Las manufacturas registraron un repunte significativo a finales de 2021, que obedece en parte al aumento de la producción en el sector del automóvil. Aunque se espera que la recuperación continúe en el primer trimestre de 2022, la irrupción de ómicron ha traído consigo nuevos factores adversos para el crecimiento. Los índices PMI bajaron ligeramente en diciembre tanto para las manufacturas como para los servicios, lo que podría indicar cierta moderación de la recuperación ante la persistencia de presiones de oferta y la preocupación por la propagación de la nueva variante.

#### **En el Reino Unido, la actividad económica se recuperó, pero se espera que permanezca contenida en el cuarto trimestre.**

El PIB real superó su nivel previo a la pandemia por primera vez en noviembre, favorecido por el creciente dinamismo en todos los sectores. Las manufacturas y la construcción repuntaron, ya que a las empresas les resultó más fácil conseguir materias primas y las disrupciones en las cadenas de suministro empezaron a atenuarse. Se espera que las cifras de producción de diciembre vuelvan a mostrar un retroceso a causa de la variante ómicron, así que es probable que el ritmo de recuperación siga siendo débil en el cuarto trimestre. Por otra parte, la inflación aumentó de nuevo en diciembre. La inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó hasta el 5,4 % en diciembre, desde el 5,1 % observado en noviembre. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, también creció hasta el 4,2 % en diciembre, frente al 4 % del mes anterior. Las presiones inflacionistas se han generalizado en la mayoría de los sectores y se espera que sigan siendo sostenidas en los próximos meses. El Banco de Inglaterra subió su tipo de interés oficial del 0,1 % al 0,25 % en la reunión de su Comité de Política Monetaria celebrada en diciembre, al tener en consideración el creciente tensionamiento del mercado de trabajo y los indicios de una mayor persistencia de las presiones inflacionistas de origen interno.

#### **En China, la actividad económica sigue mostrando un escaso dinamismo.**

En el cuarto trimestre del pasado año, el PIB de este país creció un 1,6 % (en tasa intertrimestral), con lo que su tasa de crecimiento interanual fue del 8,1 % en 2021. Sin embargo, los indicadores mensuales apuntan a una desaceleración de la actividad económica. Las ventas minoristas siguieron en niveles moderados hacia el final del año, lo que pone de manifiesto lo complicado que es que el consumo

retorne a sus niveles previos a la pandemia con la estricta estrategia de contención del COVID-19 aplicada en China. Las turbulencias registradas en el sector inmobiliario residencial del país asiático continuaron a finales de 2021: el crecimiento de las ventas de inmuebles residenciales siguió siendo negativo en diciembre y los precios de la vivienda volvieron a bajar. La aparición de la variante ómicron entraña riesgos para el crecimiento a corto plazo. Si una intensificación de la pandemia disparara las tasas de contagio, la política de «COVID cero» china podría dar lugar a medidas de contención considerablemente más estrictas, lo que lastraría aún más la actividad económica.

## 2 Evolución financiera

*Desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2021, los mercados financieros mundiales han reflejado, principalmente, mayores expectativas de endurecimiento de la política monetaria a escala mundial. Como consecuencia, la pendiente de la curva forward del tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) ha seguido aumentando, lo que ha adelantado la fecha esperada de la primera subida de los tipos de interés a agosto de 2022 e indica que los mercados también esperan que el ritmo de normalización de tipos se acelere después de dicha primera subida. Asimismo, los tipos de interés nominales libres de riesgo a largo plazo —y, con ellos, los rendimientos de la deuda soberana— se incrementaron durante el período analizado. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras bajaron en general, mientras que los diferenciales de los valores de renta fija privada apenas variaron. Al comienzo del período de referencia, las cotizaciones se sustentaron en la menor preocupación por las consecuencias económicas de la variante ómicron del coronavirus (COVID-19). Sin embargo, las presiones sostenidas causadas por el incremento de los tipos de descuento y, en particular, la creciente inquietud acerca de los riesgos geopolíticos emergentes se tradujeron en descensos acusados de los precios de las acciones hacia el final del período considerado. El tipo de cambio efectivo del euro se depreció.*

**El tipo de interés de referencia €STR se situó, en promedio, en –58 puntos básicos durante el período analizado.** El exceso de liquidez se incrementó en unos 143 mm de euros y se situó en 4.520 mm de euros, como consecuencia, principalmente, del aumento de alrededor de 87 mm de euros<sup>2</sup> registrado en los valores mantenidos con fines de política monetaria en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia y del programa de compras de activos, así como de los 51,97 mm de euros adjudicados en la décima operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) el 22 de diciembre de 2021. Este crecimiento del exceso de liquidez se vio limitado de forma sustancial por los reembolsos anticipados de financiación obtenida en las operaciones TLTRO III anteriores, que ascendieron a 60,21 mm de euros.

**La curva forward del €STR se ha desplazado considerablemente al alza con respecto a su posición justo antes de la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, lo que sugiere una revisión significativa de las expectativas de subida de los tipos de interés por parte de los participantes en los mercados<sup>3</sup>.**

La curva forward de OIS (*overnight index swap*) basada en el €STR se ha desplazado notablemente al alza desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, como reflejo de la menor preocupación por el impacto económico de la

<sup>2</sup> Desde la semana que finalizó el 17 de diciembre de 2021 hasta la que terminó el 4 de febrero de 2022.

<sup>3</sup> A partir de ahora se elaborará la curva forward de OIS basada en el €STR en lugar de la curva forward de OIS basada en el eonia. El motivo es que el eonia dejó de aplicarse el 3 de enero de 2022, dado que ya no cumplía la normativa sobre tipos de interés de referencia. Las dos curvas forward de OIS estaban vinculadas automáticamente, puesto que, desde el 2 de octubre de 2019, el eonia se calculaba 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.

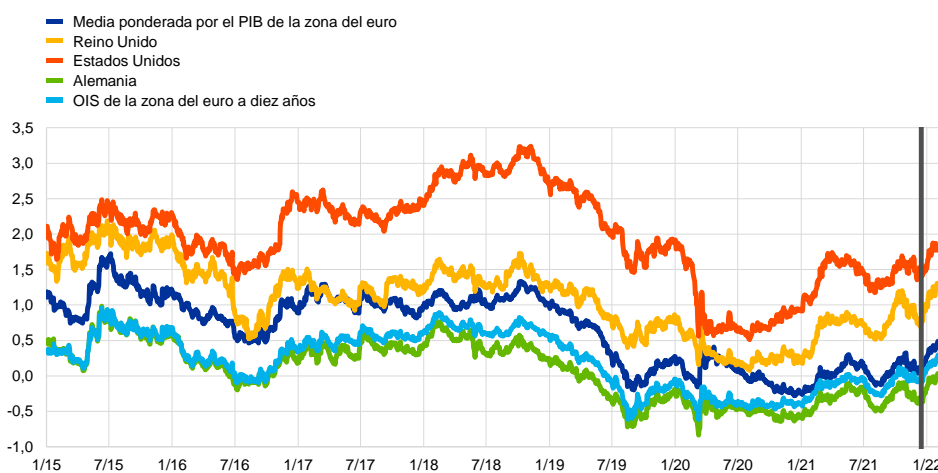
variante ómicron y del hecho de que los participantes en los mercados descuentan cada vez más un endurecimiento de la política monetaria a escala global, en particular en Estados Unidos. En conjunto, la fecha de la primera subida (*lift-off*) de los tipos de interés implícita en los mercados —definida como el momento en el que la curva *forward* del €STR supera el nivel actual del €STR más diez puntos básicos— se ha adelantado al tercer trimestre de 2022 desde finales de 2021, que era la fecha que se descontaba cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre.

**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo se incrementaron, siguiendo en términos generales la evolución de los tipos de interés nominales libres de riesgo (gráfico 4).** Durante el período analizado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el de la deuda soberana alemana al mismo plazo aumentaron 41 puntos básicos y 38 puntos básicos, hasta situarse en el 0,49 % y el 0,04 %, respectivamente. En ese mismo período, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos subió 35 puntos básicos y se situó en el 1,77 %, mientras que el de la deuda equivalente en el Reino Unido se incrementó 50 puntos básicos, hasta el 1,26 %.

#### Gráfico 4

##### 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 (16 de diciembre de 2021). Las últimas observaciones corresponden al 2 de febrero de 2022.

#### Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos OIS apenas variaron.

El diferencial de la deuda soberana a diez años de Alemania prácticamente no experimentó cambios, y se situó en el -0,26 % al final del período de referencia. Los diferenciales de la deuda soberana francesa y española al mismo plazo también fluctuaron dentro de una banda muy estrecha y se ampliaron en 7 puntos básicos y 3 puntos básicos, hasta el 0,16 % y el 0,5 %, respectivamente, y el diferencial de la deuda soberana de Italia se incrementó 7 puntos básicos. En conjunto, las variaciones de los diferenciales medios de la deuda soberana 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 solo 4 puntos básicos y se situó en el 0,20 %. Este movimiento global limitado puede obedecer a cierta mejora de la percepción de riesgo en un entorno de menor preocupación por la variante ómicron.

**Después de subir de forma transitoria, los precios de las acciones de las sociedades no financieras bajaron en general durante el período analizado, debido probablemente a las presiones derivadas del aumento de los tipos de descuento y a los crecientes riesgos geopolíticos.** Al comienzo del período de referencia, las cotizaciones se sustentaron en la menor preocupación por las consecuencias económicas de la variante ómicron, dado que el descenso de las primas de riesgo de las acciones compensó el lastre que suponía la subida de los tipos de descuento ante las expectativas de endurecimiento de la política monetaria a escala global. Sin embargo, hacia el final del período considerado, las cotizaciones registraron caídas pronunciadas como consecuencia de las presiones sostenidas causadas por el aumento de los tipos de descuento y, en particular, la creciente inquietud acerca de los riesgos geopolíticos en el contexto de la crisis de Ucrania. Con este trasfondo, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos cayeron un 1,8 % y un 3 %, respectivamente. Las cotizaciones del sector bancario en este último país retrocedieron un 2,2 %, mientras que, en la zona del euro, crecieron un 11,8 %. Es probable que esta evolución refleje las variaciones de la pendiente de la curva de rendimientos a ambos lados del Atlántico, que se aplanó en Estados Unidos y se acentuó en la zona del euro.

**Los diferenciales de los valores de renta fija del sector financiero y de las sociedades no financieras apenas variaron durante el período de referencia.** Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras con calificación de grado de inversión se redujeron 2 puntos básicos y alcanzaron los 44 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda del sector financiero también fluctuaron dentro de una banda muy estrecha y aumentaron 2 puntos básicos, hasta llegar a 57 puntos básicos. Si bien los diferenciales de los valores de renta fija privada podrían haberse visto afectados por las subidas de los tipos de interés, parece que han continuado resistiendo, lo que refleja los positivos fundamentos del crédito y las compras realizadas por el BCE.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro siguió depreciándose (gráfico 5), 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 1,1 %. Con respecto a las monedas principales, el euro se debilitó solo muy ligeramente frente al dólar estadounidense (0,1 %) y el renminbi chino (0,2 %), mientras que perdió algo más de valor frente a la libra esterlina (1,7 %) y el franco suizo (0,6 %). Al mismo tiempo, el euro se depreció considerablemente frente a las monedas de algunas de las grandes economías emergentes —sobre todo el real brasileño (7,3 %) y la lira turca (13 %)—, que recuperaron parte de sus pérdidas

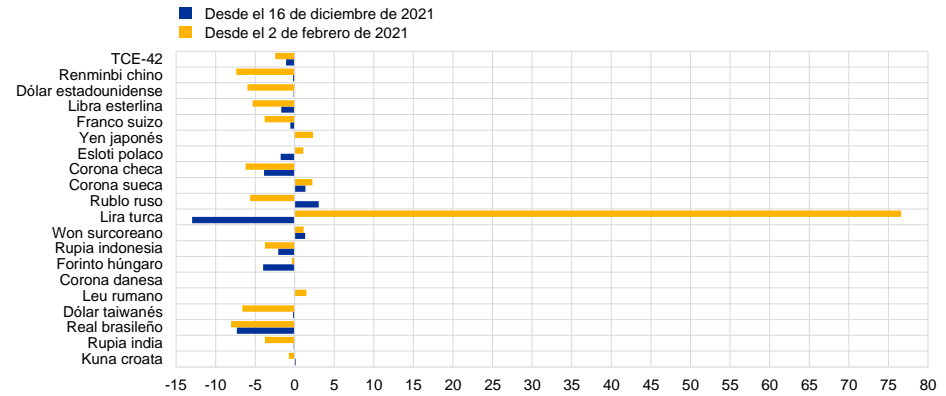


anteriores, así como frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

### Gráfico 5

#### 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 2 de febrero de 2022.

### 3 Actividad económica

*Tras dos trimestres de crecimiento fuerte, el PIB real de la zona del euro se desaceleró en el último trimestre de 2021, pese a lo cual alcanzó su nivel previo a la pandemia a finales de año. Es probable que la actividad económica y la demanda se mantengan contenidas en la primera parte de 2022 por distintos motivos. En primer lugar, las medidas de contención están afectando a los servicios de consumo, sobre todo a los que requieren mayor interacción social. Con todo, aunque las tasas de contagio siguen siendo muy elevadas, el impacto de la pandemia en la vida económica está resultando ahora menos dañino. En segundo lugar, los altos precios energéticos están reduciendo el poder adquisitivo de los hogares y los beneficios de las empresas, lo que restringe el consumo y la inversión. Y, en tercer lugar, la escasez de equipos, materiales y mano de obra en algunos sectores continúa frenando la producción de bienes manufacturados, causando retrasos en la construcción y ralentizando la recuperación en algunas partes del sector servicios. Aunque hay señales de que estos cuellos de botella podrían estar empezando a disminuir, aún persistirán durante algún tiempo.*

*A más largo plazo, el crecimiento debería repuntar con fuerza a lo largo de 2022, impulsado por la fortaleza de la demanda interna. A medida que el mercado de trabajo continúe mejorando, con más personas empleadas y menos trabajadores acogidos todavía a programas de mantenimiento del empleo, los hogares deberían disponer de mayores ingresos y gastar con más libertad. La recuperación mundial y el apoyo continuado de las políticas monetaria y fiscal también contribuyen a estas perspectivas favorables. Unas medidas de política fiscal bien enfocadas que promuevan la productividad y reformas estructurales, adaptadas a las condiciones de los distintos países de la zona del euro, siguen siendo fundamentales para complementar la política monetaria del BCE con eficacia.*

*Se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas están, en general, equilibrados a medio plazo. La economía podría evolucionar mejor de lo previsto si la confianza de los hogares aumenta y estos ahorran menos de lo esperado. En cambio, aunque las incertidumbres relacionadas con la pandemia han remitido ligeramente, las tensiones geopolíticas se han incrementado. Asimismo, unos costes persistentemente elevados de la energía podrían frenar el consumo y la inversión más de lo esperado. El ritmo de resolución de los cuellos de botella en la oferta constituye un riesgo adicional para las perspectivas de crecimiento.*

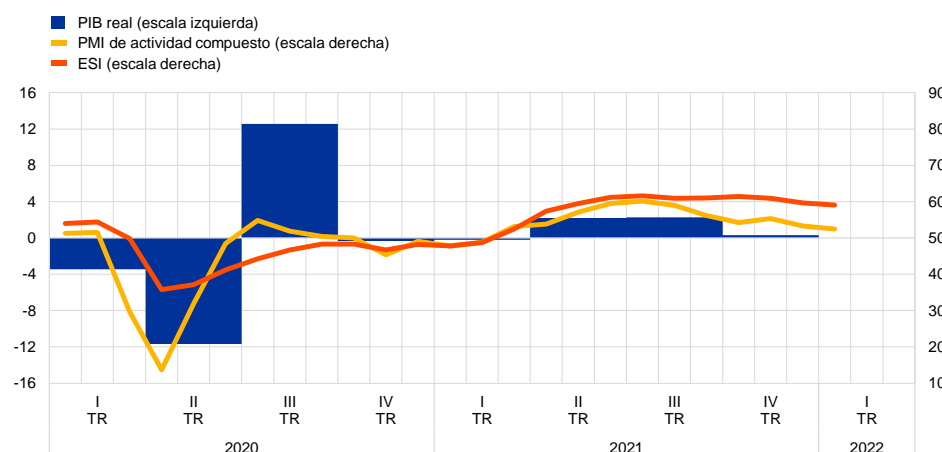
**Tras dos trimestres de crecimiento fuerte, el PIB real de la zona del euro se desaceleró en el último trimestre de 2021.** La actividad económica creció un 0,3 % en el cuarto trimestre del año pasado, lo que representa una clara desaceleración con respecto a los dos trimestres anteriores (gráfico 6). Con el último incremento del producto, el PIB se sitúa ahora a la par del nivel registrado antes de la pandemia, en el cuarto trimestre de 2019. Además, el efecto arrastre sobre el

crecimiento en 2022 se cifra en el 1,9 %<sup>4</sup>. Aún no se dispone de información desglosada, pero los indicadores coyunturales y los datos nacionales publicados sugieren que la demanda interna contribuyó de forma positiva al crecimiento, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue prácticamente neutral. En conjunto, las estimaciones actuales indican que el PIB habría aumentado un 5,2 % en 2021, tras registrar una caída del 6,4 % en 2020.

### Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, IHS 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 cuarto trimestre de 2021 para el PIB real y a enero de 2022 para el PMI y el ESI.

#### Los indicadores económicos apuntan a que el PIB crecerá a un ritmo

**sostenido, aunque lento, en el primer trimestre de este año y que después volverá a cobrar impulso.**

La desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre del año pasado y las expectativas de continuación de un crecimiento contenido en el primer trimestre están en consonancia con las nuevas restricciones impuestas a raíz de la rápida propagación de la variante ómicron del coronavirus. Aunque el impacto de esta situación se ha dejado sentir sobre todo en los servicios, la actividad en las manufacturas y en la construcción continúa viéndose afectada por la escasez de equipos, materiales y mano de obra. Además, los altos costes de la energía están teniendo un efecto adverso en el poder adquisitivo de los hogares y constituyen un nuevo lastre para el consumo privado y la actividad económica<sup>5</sup>. Las empresas que operan en el sector no financiero, corroboran, en líneas generales, esta narrativa global sobre las perspectivas a corto plazo, pero siguen siendo optimistas sobre la evolución futura de la demanda (recuadro 6).

En cuanto a los datos mensuales más recientes, la producción industrial aumentó un 2,3 %, en tasa intermensual, en noviembre. Con todo, en octubre y noviembre aún

<sup>4</sup> Esto implica que el PIB crecería un 1,9 % en 2022 si todas las tasas de crecimiento intertrimestral de este año fueran cero (lo que equivale al supuesto de que los niveles trimestrales del PIB permanecen sin cambios al mismo nivel que en el cuarto trimestre de 2021).

<sup>5</sup> En el recuadro 4 se examina el papel del gas natural en el mix energético de la zona del euro y se presenta un análisis del impacto de las subidas del precio del gas en la actividad.

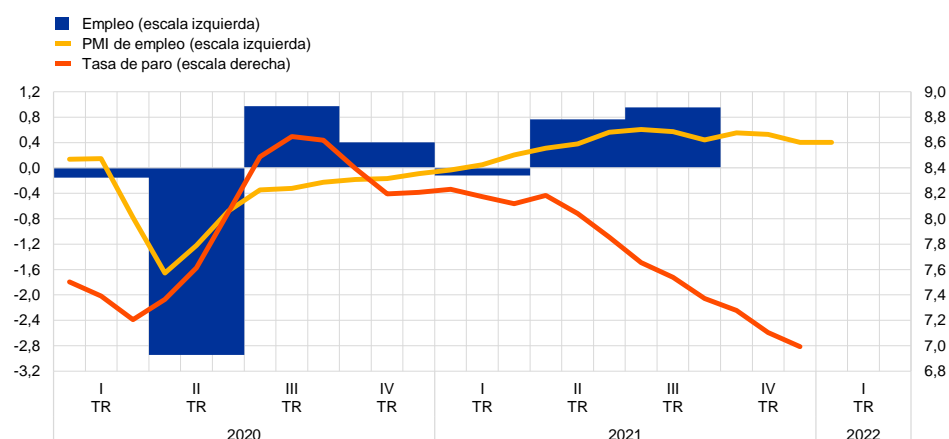
se situaba, en promedio, un 1,3 % por debajo de la media del tercer trimestre. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés), más actualizado, descendió desde 58,4 en el tercer trimestre de 2021 hasta 54,3 en el cuarto y 52,4 en enero. Este movimiento a la baja refleja la evolución tanto de las manufacturas como de los servicios. Los cuellos de botella en la oferta del sector manufacturero, que se reflejan en el PMI de plazos de entrega de los proveedores, continuaron aumentando, si bien al menor ritmo registrado desde enero del año pasado. Al mismo tiempo, el índice de existencias de compras de este sector cayó en enero con respecto a su máximo histórico del mes precedente, mientras que el de existencias de productos acabados disminuyó ligeramente. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea también descendió en enero en comparación con su media del cuarto trimestre. Este retroceso fue generalizado en los distintos países y componentes, y la mayor caída correspondió a los servicios.

**La tasa de paro de la zona del euro se redujo en diciembre, en un contexto de apoyo sostenido de los programas de mantenimiento del empleo.** Esta tasa se situó en el 7 % en diciembre de 2021, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la de noviembre (gráfico 7) y unos 0,4 puntos porcentuales por debajo de la registrada antes de la pandemia, en febrero de 2020. Las nuevas medidas de contención introducidas desde noviembre de 2021 se tradujeron en una mayor utilización de los programas de mantenimiento del empleo, a los que en diciembre de 2021 estaba acogido aproximadamente el 1,6 % de la población activa, frente a un 1,4 % en noviembre. Según los últimos datos, el empleo y las horas trabajadas aumentaron un 1 % y un 2,2 %, respectivamente, en el tercer trimestre de 2021. Con todo, el total de horas trabajadas en el tercer trimestre de 2021 se mantuvo un 1,9 % por debajo del nivel observado en el cuarto trimestre de 2019.

### Gráfico 7

#### Empleo, PMI de empleo 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, IHS 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 tercer trimestre de 2021 para el empleo, a enero de 2022 para el PMI y a diciembre 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, se situó en 54 (estimación de avance) en enero —el mismo nivel que en diciembre—, 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 permaneció en terreno expansivo por duodécimo mes consecutivo en enero de 2022.

**El consumo de los hogares, especialmente el gasto en servicios de turismo y viajes y de hostelería, se ha reducido en un contexto de propagación de la variante ómicron.** Tras registrar un incremento del 4,3 % en el tercer trimestre de 2021, es probable que el consumo privado se estancara hacia finales de año. El volumen de ventas minoristas en octubre y noviembre creció un 1 %, en promedio, con respecto al tercer trimestre. Esto sugiere que el consumo de bienes siguió aumentando hacia el final de 2021, pese al ligero descenso de las matriculaciones de automóviles observado en el cuarto trimestre (-0,7 % en relación con el tercer trimestre). Con todo, puede que la resistencia del gasto en bienes de consumo no sea un indicador fiable de la demanda de consumo global, ya que la confianza de los consumidores disminuyó entre septiembre y enero, mientras que la nueva ola de la pandemia y las restricciones asociadas están lastrando, en particular, los servicios que conllevan interacción social. Aunque la confianza mejoró en el sector minorista en enero tras el deterioro registrado en diciembre, siguió empeorando en los servicios por segundo mes consecutivo al comienzo de 2022. De cara al futuro, se prevé que la demanda en este último sector siga siendo débil, sobre todo la de servicios de consumo que requieren un contacto estrecho, como los de alojamiento, restauración, y turismo y viajes. En enero de 2022, la encuesta de opinión de la Comisión Europea señaló que los hogares esperaban que su situación financiera continuara deteriorándose. En conjunto, la incertidumbre relacionada con la pandemia probablemente seguirá lastrando en los meses de invierno el consumo de servicios que dependen de la interacción social.

**Es probable que la inversión empresarial registrara un ligero crecimiento en el cuarto trimestre, pese a los factores adversos asociados a las disrupciones en la oferta.** En el sector de bienes de equipo, la producción en los meses de octubre y noviembre —considerados en conjunto— aumentó un 0,2 % con respecto al tercer trimestre, y el PMI apunta a una expansión de la actividad en el cuarto trimestre. Sin embargo, la confianza disminuyó con respecto al tercer trimestre, lo que sugiere que la existencia de cuellos de botella continúa pesando en la oferta de bienes de equipo. La producción de material de transporte sigue viéndose especialmente afectada por la escasez de semiconductores y la congestión de las cadenas de suministro. Como consecuencia, la utilización de la capacidad productiva se ha reducido, las existencias de productos semielaborados han aumentado y los plazos de entrega de los proveedores han seguido dilatándose en el sector, aunque en menor medida. La producción de otros equipos se ha mantenido más robusta, con tasas elevadas de utilización de la capacidad productiva y una acumulación limitada de existencias de productos acabados. En conjunto, los indicadores disponibles sugieren que la inversión empresarial experimentó un ligero aumento en el cuarto trimestre. De cara al futuro, se espera que el crecimiento de esta inversión continúe

recuperándose —la encuesta de opinión de la Comisión Europea relativa al sector de bienes de equipo apunta a que tanto la confianza como las carteras de pedidos exteriores se situaron en máximos históricos en enero—. Mientras tanto, las limitaciones a la producción derivadas de la escasez de capital y de mano de obra en el sector volvieron a intensificarse en enero con respecto a lo señalado en la encuesta de la Comisión realizada en octubre. Aunque es posible que la persistencia de los cuellos de botella afecte a la inversión a corto plazo, esta debería verse respaldada por unas condiciones de demanda y de financiación favorables.

**La inversión en vivienda repuntó en el cuarto trimestre, impulsada por la fuerte demanda, pero también se vio lastrada por los cuellos de botella en la oferta.** Después de que la inversión residencial de la zona del euro descendiera en el tercer trimestre de 2021, varios indicadores coyunturales señalan que habría repuntado en el cuarto. La producción del segmento de construcción de edificios en octubre y noviembre se situó, en promedio, un 1,2 % por encima del nivel observado en el tercer trimestre. En el cuarto trimestre, el PMI de actividad de la construcción residencial se adentró en mayor medida en terreno expansivo, mientras que la encuesta de opinión de la Comisión Europea relativa a la construcción situó las tendencias recientes de la actividad en cotas muy superiores a sus medias de largo plazo. Según datos sobre límites a la producción procedentes de encuestas, la recuperación del sector de la construcción estaría impulsada por los factores favorables relacionados con la demanda, pese a la persistencia de factores adversos por el lado de la oferta derivados, en particular, de la escasez de materiales y de mano de obra. De cara al futuro, la incierta evolución del equilibrio entre la oferta y la demanda, junto con la rápida extensión de la variante ómicron, se traduce en un grado elevado de incertidumbre en torno a las perspectivas de inversión en vivienda en el primer trimestre de 2022. Por una parte, la escasez de materiales y de mano de obra, unida a otras limitaciones provocadas por el fuerte aumento de los contagios por COVID-19 debido a ómicron, se agravó en enero, lo que sugiere un aumento de las restricciones a la producción de la construcción. Por otra parte, el elevado volumen de ahorro acumulado y el dinamismo de los precios de la vivienda podrían seguir sosteniendo la demanda, como demuestra la intención de gasto en compra o reforma de vivienda de los hogares, que en el primer trimestre de 2022 registró niveles muy superiores a los observados antes de la pandemia.

**Las exportaciones de bienes experimentaron un ligero repunte en torno al cambio de año, mientras que la recuperación de las exportaciones de servicios se vio frenada por la propagación de la variante ómicron.** Tras registrar una contracción significativa en el tercer trimestre de 2021, las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron en octubre (un 1,2 %, en tasa intermensual) y los datos deflactados de exportaciones en términos nominales apuntan a un nuevo avance intermensual en noviembre. Este crecimiento fue particularmente acusado en el sector de maquinaria y equipos y en la industria química, lo que podría reflejar una leve reducción de los cuellos de botella en la oferta. Como no se espera que la congestión disminuya de forma significativa a corto plazo y los indicadores prospectivos no muestran indicios de mejora, parece probable que la expansión de las exportaciones reales sea solo

transitoria. Al mismo tiempo, las importaciones reales de la zona del euro aumentaron un 1,6 %, en tasa intermensual, en octubre y los incrementos en términos nominales fueron especialmente ostensibles en octubre y noviembre. En cuanto a los servicios, tras el fortalecimiento gradual debido al repunte temporal de la actividad relacionada con el turismo y los viajes, los indicadores de exportaciones muestran signos de debilitamiento al final del año, dado que la nueva ola de la pandemia hizo mella en las exportaciones de servicios de turismo y viajes y de otros servicios que requieren interacción social.

**Aunque es probable que la actividad económica se mantenga contenida en la primera parte de este año, el crecimiento debería repuntar con fuerza a lo largo de 2022.** A medida que el mercado de trabajo continúe mejorando, con más personas empleadas y menos trabajadores acogidos todavía a programas de mantenimiento del empleo, los hogares deberían disponer de mayores ingresos y gastar con más libertad. La recuperación mundial y el apoyo continuado de las políticas monetaria y fiscal también contribuyen a estas perspectivas favorables. Unas medidas de política fiscal bien enfocadas que promuevan la productividad y reformas estructurales, adaptadas a las condiciones de los distintos países de la zona del euro, siguen siendo fundamentales para complementar la política monetaria con eficacia. Respecto a la evolución a más medio plazo, en el [recuadro 2](#) se investigan los efectos potenciales a largo plazo que la actual escasez de oferta podría tener en el crecimiento del producto potencial de la zona del euro. Por otra parte, en el [recuadro 3](#) se muestra que los cambios en la distribución de la productividad de las empresas a lo largo del tiempo han sido clave para explicar la evolución de la productividad de la zona del euro. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica](#) (realizada a principios de enero) ponen de manifiesto que las previsiones relativas al crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2022 y al alza para 2023 en comparación con la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de octubre de 2021.



## 4 Precios y costes

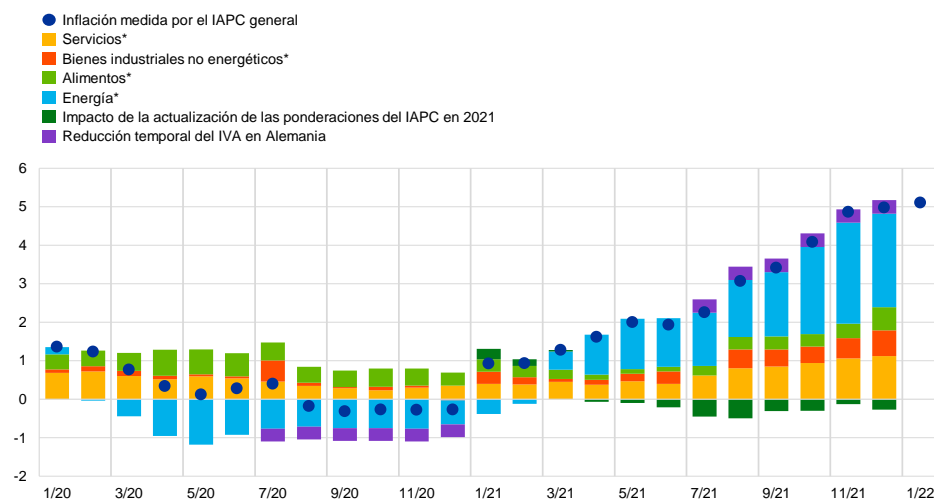
*La inflación aumentó hasta situarse en el 5,1 % en enero, desde el 5 % de diciembre de 2021, y es probable que siga siendo alta a corto plazo. Los precios de la energía continúan siendo la principal causa de la elevada tasa de inflación. Su impacto directo supuso más de la mitad de la inflación general en enero y los costes de la energía también están presionando los precios al alza en muchos sectores. Los precios de los alimentos también han aumentado, debido a factores estacionales, a los elevados costes de transporte y al encarecimiento de los fertilizantes. Asimismo, las subidas de precios son ahora más generalizadas, y las de una amplia gama de bienes y servicios han sido notables. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han aumentado en los últimos meses, aunque la influencia de factores de naturaleza temporal relacionados con la pandemia hace que la persistencia de esos aumentos siga siendo incierta. Los indicadores de mercado apuntan a una moderación de la dinámica de los precios de la energía en el transcurso de 2022 y las presiones inflacionistas derivadas de los cuellos de botella en la oferta mundial también deberían disminuir. Los indicadores de mercado relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido prácticamente estables en niveles justo por debajo del 2 % desde la última reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno en diciembre. Los indicadores de opinión más recientes la sitúan en torno al 2 %.*

**La inflación medida por el IAPC volvió a crecer hasta alcanzar el 5,1 % en enero de 2022 (gráfico 8).** Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se incrementó hasta el 5,1 % en enero de 2022, desde el 5 % y el 4,9 % observados en diciembre y noviembre de 2021, respectivamente. Los datos más recientes sorprendieron al ser más altos de lo esperado. Tanto el incremento adicional como la magnitud de la inflación general registrada en enero se debieron, principalmente, al avance de los precios de la energía, que representaron más de la mitad de dicha inflación. Pese a que la cifra de enero reflejó un impacto a la baja debido a que el efecto de base de la reducción del IVA en Alemania en 2020 desapareció de la tasa de inflación, este impacto se compensó con creces con las persistentes presiones al alza. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), descendió hasta el 2,3 % en enero, desde el 2,6 % de diciembre. Esto reflejó una disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos (que se situó en el 2,3 % en enero, frente al 2,9 % de diciembre), mientras que la de los precios de los servicios se mantuvo inalterada en el 2,4 %.

## Gráfico 8

### Inflación general y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



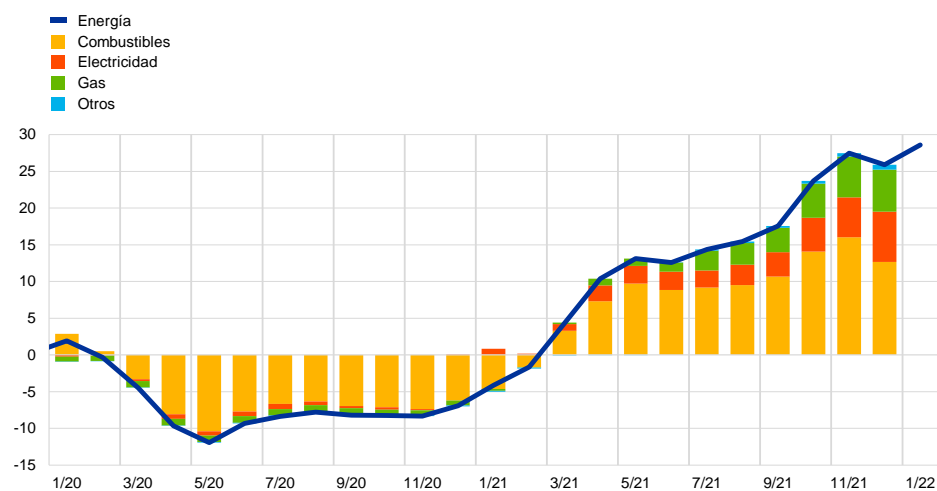
Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y el ejercicio de proyecciones de la inflación a más corto plazo (NIPE, por sus siglas en inglés). Notas: Los componentes marcados con un asterisco (\*) excluyen el impacto de la actualización de las ponderaciones del IAPC en 2021 y la reducción temporal del IVA en Alemania en 2020. El impacto de la actualización de las ponderaciones del IAPC ha sido estimado por el BCE. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2021. En el caso de la inflación medida por el IAPC general se muestra la estimación de avance de enero de 2022.

**Los componentes más volátiles —la energía y los alimentos— fueron los que más influyeron en la dinámica del IAPC.** Después de la moderación observada en diciembre, la tasa de variación de los precios de la energía aumentó en enero y alcanzó un nuevo máximo histórico del 28,6 %. Los datos sobre los componentes energéticos —disponibles hasta diciembre— sugieren que los precios del gas y de la electricidad contribuyen cada vez más a la evolución global de la inflación de la energía (gráfico 9). La mayor contribución del gas se debió al encarecimiento de esta materia prima en los mercados mayoristas mundiales y europeos (gráfico 3 de la sección 1). Esto, a su vez, provocó una subida de los precios de la electricidad en los mercados mayoristas de la UE, dado que dichos precios se basan en los costes marginales a corto plazo de las centrales eléctricas. También es probable que los precios del gas y de la electricidad expliquen gran parte de la inflación de la energía en enero, que obedeció, parcialmente, a un fuerte aumento de los precios de los productos energéticos regulados en una de las mayores economías de la zona del euro. La inflación de los alimentos siguió creciendo hasta situarse en el 3,6 % en enero, desde el 3,2 % de diciembre de 2021, como consecuencia de la mayor tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados y de los no elaborados. Esta dinámica puede reflejar, en parte, la subida de los costes de los insumos y de producción provocada por el repunte de los precios de la energía, pero también las condiciones meteorológicas adversas y los incrementos anteriores de los precios de las materias primas alimenticias en el mercado interior de la UE.

## Gráfico 9

### Descomposición de la inflación de la energía

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Combustibles» se refiere al componente del IAPC «combustibles líquidos y combustibles y lubricantes para vehículos privados». «Otros» incluye los componentes «combustibles sólidos» y «energía calorífica» a nivel de agregación de cinco dígitos de la COICOP, que es la clasificación del consumo individual por finalidad. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022 para la energía en su conjunto y a diciembre de 2021 para las contribuciones de cada componente.

### Los indicadores de la inflación subyacente han permanecido en niveles elevados, pero esto refleja en parte efectos indirectos de los precios de la energía y factores transitorios relacionados con la pandemia (gráfico 10).

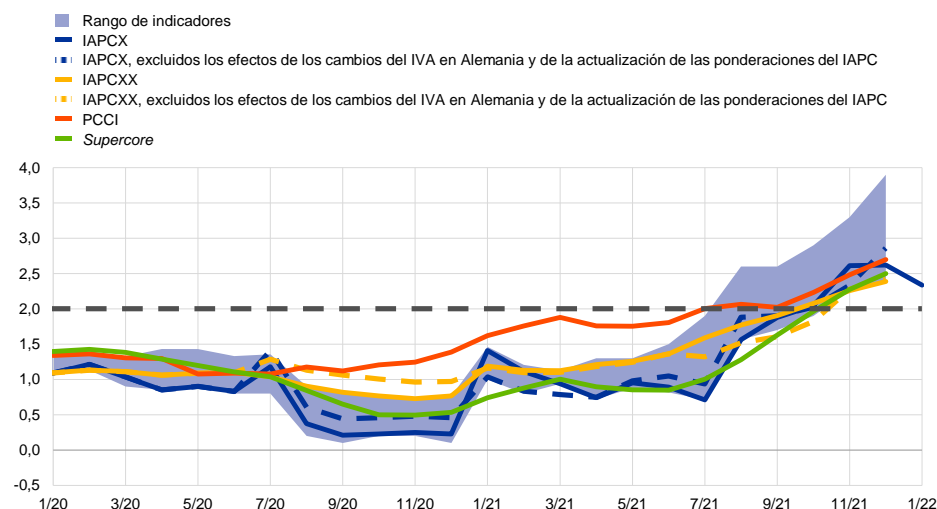
El IAPCX disminuyó hasta el 2,3 % en enero, desde el 2,6 % de diciembre. El rango de indicadores de la inflación subyacente se desplazó al alza hasta diciembre, mes al que corresponden los últimos datos disponibles. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), aumentó del 2,1 % en octubre al 2,4 % en diciembre, mientras que el PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos se incrementó del 2,2 % al 2,7 % en el mismo período. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes sensibles al ciclo, subió por sexto mes consecutivo y de forma considerable, dado que alcanzó el 2,5% en diciembre, frente al 2 % de octubre. Aunque todo el rango de indicadores de la inflación subyacente se movió por encima del 2 %, también se reflejan los efectos indirectos de la escalada de los precios de la energía, y los impactos asociados a la reapertura de la economía y a los cuellos de botella en la oferta<sup>6</sup>. La persistencia de estos incrementos sigue siendo incierta, dado que no está claro cuándo desaparecerán los factores transitorios relacionados con la pandemia.

<sup>6</sup> 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 muy 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 10

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos 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); las medias recortadas al 10 % y al 30 %, y la mediana ponderada. La última observación corresponde a diciembre de 2021 para todos los indicadores, menos para el IAPCX, que se ha obtenido de la estimación de avance de enero de 2022.

### Las presiones latentes sobre los precios de los bienes industriales no energéticos continuaron creciendo en noviembre (gráfico 11).

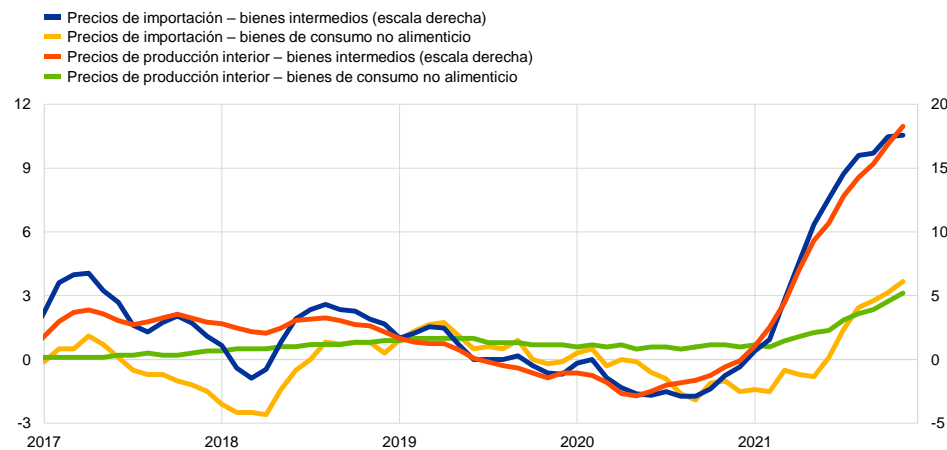
Los cuellos de botella en la oferta, junto con la escalada de los precios internacionales de las materias primas —potenciada por la depreciación del euro— están afectando a los costes de producción de las empresas. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores volvió a crecer con fuerza. Esta tasa pasó del 16,9 % en octubre al 18,3 % en noviembre, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes intermedios repuntó desde el 17,5 % en octubre hasta el 17,6 % en noviembre. Las presiones latentes se han extendido a las fases posteriores de la cadena de precios: la inflación de los precios de producción de bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores alcanzó otra vez un nuevo máximo histórico, tras pasar del 2,7 % en octubre al 3,1 % en noviembre. Mientras tanto, la inflación de los precios de importación de estos bienes siguió subiendo y se situó en el 3,7 % en noviembre, frente al 3,2 % de octubre, lo que probablemente obedece, en parte, a la depreciación del tipo de cambio del euro durante el año pasado. Información reciente de la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) del BCE sugiere que los precios se han ajustado con más frecuencia que en el pasado para evitar una compresión de los márgenes y que continuarán aumentando durante buena parte de 2022<sup>7</sup>. Con todo, dadas las actuales circunstancias de la pandemia, persiste una incertidumbre considerable sobre el grado de transmisión de las presiones latentes a los precios de los bienes de consumo.

<sup>7</sup> Véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

## Gráfico 11

### Indicadores de las presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

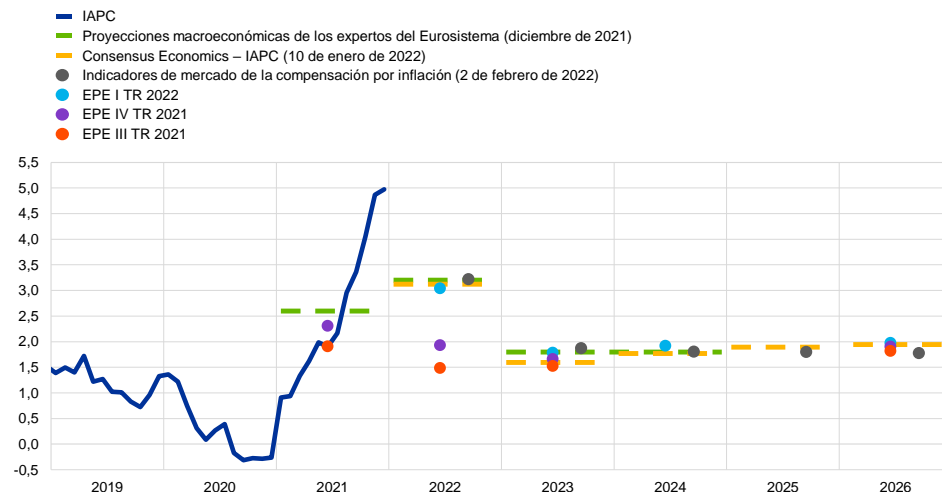
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2021.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación de la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin variación a medio y a largo plazo, mientras que los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo registraron una subida al comienzo de 2022.** Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo se mantuvieron, en su mayoría, sin apenas cambios durante el período de referencia. En un entorno de falta de dinamismo de la actividad de negociación al final del año, el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se incrementó ligeramente, hasta situarse en torno al 2 % a principios de enero, y al final del período analizado volvió a retroceder y se situó en el 1,84 %. No obstante, los mercados revisaron al alza la valoración de las tasas de inflación interanual de la zona del euro para los próximos meses. El hecho de que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro fuese superior a lo esperado por sexto mes consecutivo en diciembre de 2021 puede haber vuelto a provocar que los participantes en los mercados exijan una compensación por inflación algo más elevada en los próximos meses. Según la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE correspondiente al primer trimestre de 2022, que se llevó a cabo en la primera semana de enero, las expectativas de inflación a largo plazo siguieron creciendo hasta situarse en el 2 %, desde el 1,9 % y el 1,8 % indicados en las dos encuestas anteriores. Al mismo tiempo, las previsiones de Consensus Economics de enero se mantuvieron en el 1,9 % (gráfico 12), sin variación con respecto a octubre de 2021.

## Gráfico 12

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2021](#), y cálculos del BCE.

Notas: Las series de los indicadores de mercado de la compensación por inflación se basan en la tasa de inflación *spot* 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 2 de febrero de 2022. La encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre de 2022 se realizó entre el 7 y el 13 de enero de 2022. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones de Consensus Economics fue el 10 de enero de 2022 y para las proyecciones, el 1 de diciembre de 2021.

## 5 Dinero y crédito

*La creación de dinero en la zona del euro se vio respaldada por las medidas de política adoptadas y siguió normalizándose en diciembre de 2021 debido a efectos de base. Las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero. El crecimiento de los préstamos a empresas aumentó, gracias a las condiciones de financiación favorables y a la mejora de la situación económica, aunque los riesgos relacionados con la pandemia también se incrementaron. Según la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, en el cuarto trimestre de 2021 la demanda de préstamos siguió creciendo y los criterios de aprobación se endurecieron muy ligeramente para los préstamos a empresas, mientras que no variaron para los destinados a la adquisición de vivienda.*

**En diciembre de 2021, el crecimiento del agregado monetario amplio mantuvo su tendencia a la moderación iniciada a principios de 2021.** La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 6,9 % en diciembre, frente al 7,4 % de noviembre (gráfico 13), afectada por los efectos de base negativos asociados al excepcional incremento de la liquidez en diciembre de 2020. La tasa intertrimestral de expansión monetaria 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 adoptadas en respuesta a la pandemia. Por lo que se refiere a los componentes, el avance de M3 estuvo impulsado principalmente por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. Dado que las tasas de crecimiento siguieron moderándose desde los elevados niveles observados durante 2020 —el primer año de la pandemia de coronavirus (COVID-19)—, la tasa de avance interanual de M1 volvió a disminuir y se situó en el 9,8 % en diciembre, reflejo de la normalización del crecimiento de los depósitos a la vista. Los depósitos de las empresas continuaron creciendo con vigor, mientras que el crecimiento de los depósitos de los hogares permaneció por debajo de su media anterior a la pandemia por tercer mes consecutivo. La contribución de otros depósitos a corto plazo al avance de M3 fue negativa, como consecuencia del descenso de la demanda de depósitos a plazo, pero los instrumentos negociables volvieron a contribuir positivamente a este agregado, debido a la fuerte demanda de fondos del mercado monetario.

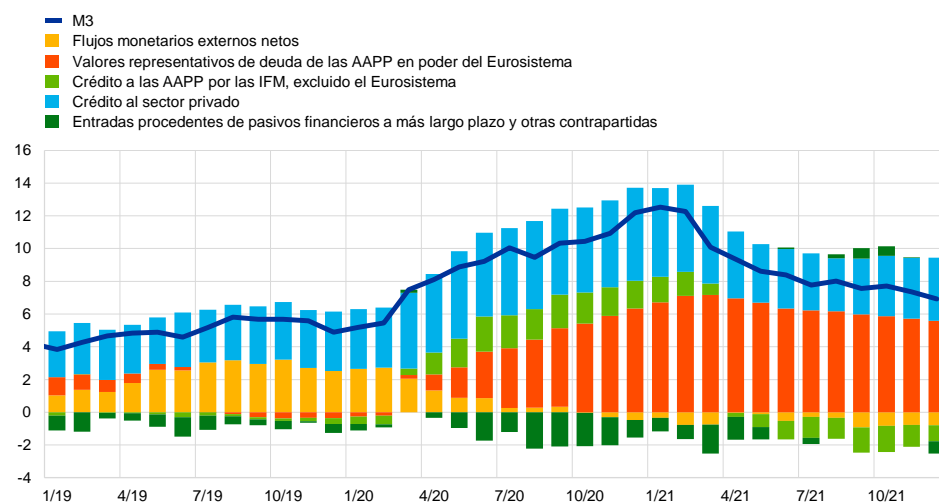
**La creación de dinero continuó estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema.** Al igual que en trimestres anteriores, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedió de las compras netas de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras 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 13). La mayor aportación del crédito al sector privado (parte de color azul de las barras) también impulsó el avance del agregado monetario amplio. Sin embargo, tres factores frenaron, en cierta medida, la creación de dinero: primero, el crédito bancario concedido a las Administraciones Públicas contribuyó negativamente debido a las ventas de deuda pública (parte de color verde claro de las barras); segundo, las salidas netas de flujos monetarios externos continuaron, coincidiendo



con una depreciación del tipo de cambio efectivo del euro (parte de color amarillo de las barras); tercero, las salidas de otras contrapartidas fueron mayores que las entradas procedentes de pasivos a más largo plazo (parte de color verde oscuro de las barras), que se beneficiaron de las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés).

### Gráfico 13 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

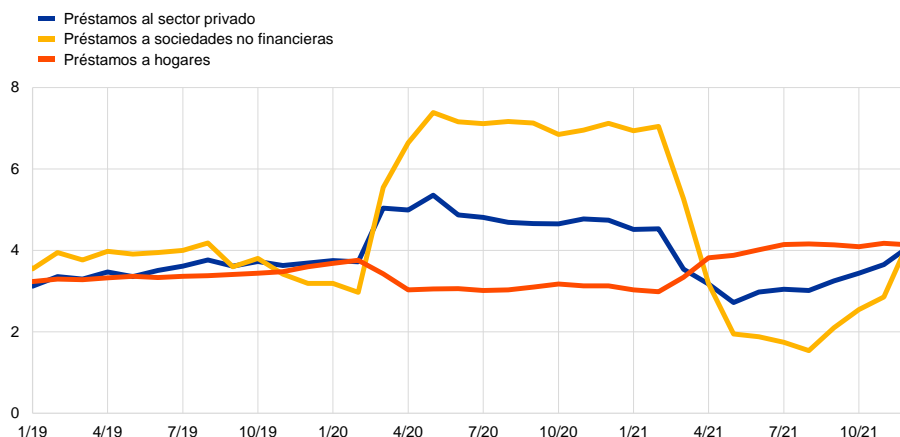
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye 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 diciembre de 2021.

**El crecimiento de los préstamos al sector privado aumentó en diciembre 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 crecimiento de los préstamos al sector privado se elevó hasta el 4 % en diciembre, desde el 3,6 % de noviembre, impulsado por el crédito empresarial y como resultado de un efecto de base positivo (gráfico 14). La tasa de avance interanual de los préstamos a empresas se incrementó notablemente —hasta el 4,2 %— en diciembre, desde el 2,9 % de noviembre, con un aumento tanto de los préstamos a corto plazo como de los concedidos a largo plazo. El ascenso de los primeros se explica por la persistencia de cuellos de botella en la oferta, que acentuó la necesidad de capital circulante, potenciada por la subida de los costes de la energía. Por otro lado, la fortaleza del crédito a más largo plazo puede obedecer a la creciente demanda de préstamos para financiar la inversión en capital fijo. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares repuntó solo ligeramente en diciembre —hasta el 4,2 %— (gráfico 14), debido sobre todo a la solidez del crédito hipotecario, ya que el crédito al consumo mantuvo su atonía. En general, la evolución de los préstamos oculta 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<sup>8</sup>.

### Gráfico 14 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 diciembre de 2021.

**Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2022, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se endurecieron muy ligeramente en el cuarto trimestre de 2021, mientras que los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda no variaron (gráfico 15).**

Dada la valoración global positiva sobre las perspectivas económicas, las entidades de crédito siguen manteniendo, en general, una opinión favorable sobre los riesgos de crédito de las empresas, a pesar del aumento de los riesgos relacionados con la pandemia, especialmente los asociados a los cuellos de botella en la oferta. Las entidades señalaron que la percepción de riesgos había propiciado una relajación neta de los criterios de aprobación, mientras que la tolerancia al riesgo de los bancos había contribuido levemente a su endurecimiento. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, la tolerancia al riesgo y el coste de financiación de las entidades de crédito provocaron un ligero endurecimiento de los criterios de concesión, mientras que la percepción de riesgos y la competencia tuvieron un impacto básicamente neutral. Para el primer trimestre de 2022, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas prácticamente no varíen y que los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimenten un endurecimiento adicional.

**Las entidades de crédito indicaron que la demanda de préstamos había aumentado de forma considerable en el cuarto trimestre de 2021.** El incremento de la demanda de préstamos a empresas —el mayor desde el repunte extraordinario de la demanda de crédito en el primer semestre de 2020— se debió a

<sup>8</sup> Véase el recuadro titulado «La heterogeneidad del impacto económico de la pandemia en los países de la zona del euro», Boletín Económico, número 5, BCE, 2021.

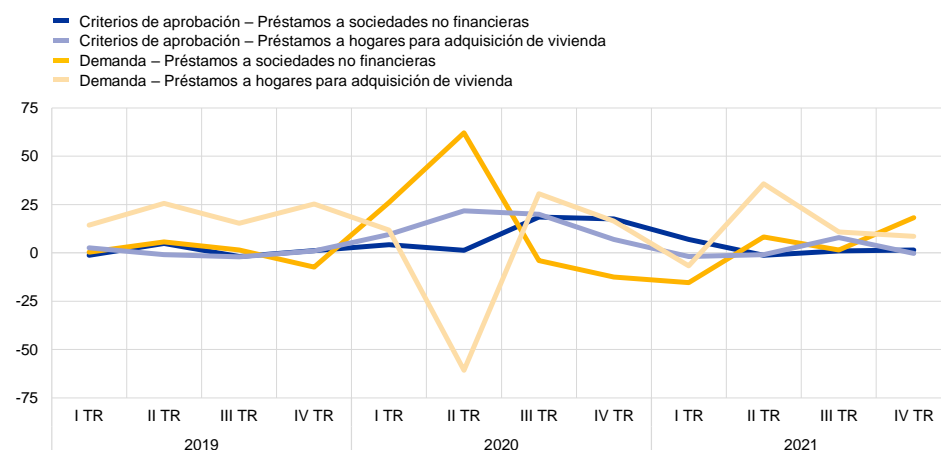
la mayor necesidad de capital circulante para reponer existencias como consecuencia de los cuellos de botella en la oferta, y a la financiación de inversiones a más largo plazo. El nuevo ascenso de la demanda de préstamos a hogares en el cuarto trimestre de 2021 obedeció al aumento de la confianza de los consumidores y al nivel históricamente bajo de los tipos de interés. Las entidades esperan que la demanda de préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se incremente de nuevo en el primer trimestre de 2022.

**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 de crédito de la zona del euro señalaron que su acceso a financiación minorista y mayorista había seguido mejorando en el cuarto trimestre de 2021, mientras que su acceso a los mercados monetarios, a la financiación mediante valores representativos de deuda y a las titulaciones se había mantenido prácticamente sin cambios. Además, indicaron que su nivel de capital había continuado reforzándose en 2021, favorecido por las medidas regulatorias y supervisoras, y que los ratios de préstamos dudosos habían contribuido a un ligero endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y del crédito al consumo. Asimismo, los avales públicos relacionados con la pandemia siguieron sosteniendo los criterios de concesión del crédito bancario a las empresas en la segunda mitad de 2021.

### Gráfico 15

#### 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 cuarto trimestre de 2021.

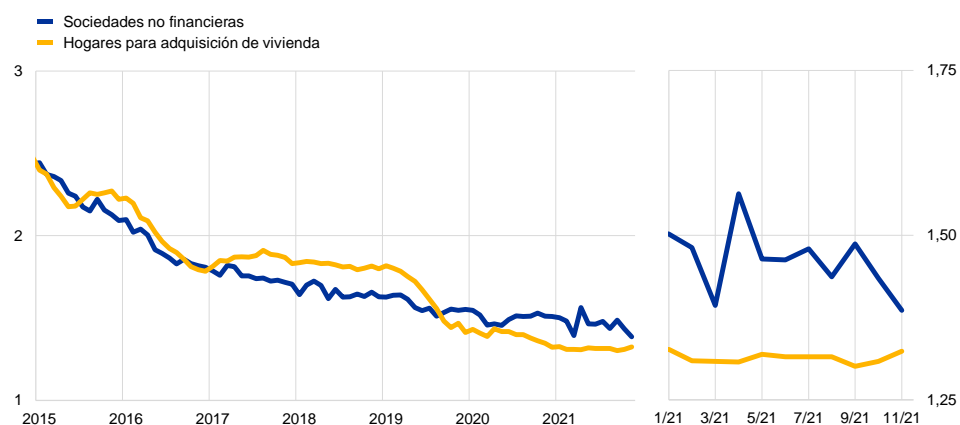
**Los tipos de interés de los préstamos bancarios permanecen en mínimos históricos.** En noviembre de 2021, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras retrocedió hasta su mínimo

histórico del 1,39 % observado en marzo del mismo año, mientras que el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo prácticamente sin variación en el 1,32 % (gráfico 16). La caída de los tipos de los préstamos otorgados a las empresas fue generalizada en los principales 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 aumentó de nuevo —aunque siguió por debajo de los niveles observados antes de la pandemia—, debido principalmente a la reducción de los tipos aplicados a estos últimos. Se espera que el incremento de los rendimientos de la renta fija se transmita gradualmente a los rendimientos de la zona del euro, lo que ejercería presión al alza sobre los tipos de interés del crédito interno. Las medidas aplicadas por el BCE han evitado hasta la fecha un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación, que habría intensificado el impacto adverso de las nuevas variantes del COVID-19 sobre la economía de la zona del euro.

### Gráfico 16

#### 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 utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2021.

# Recuadros

## 1 Datos actualizados sobre la evolución reciente de la inflación en Estados Unidos y en la zona del euro

Sofía Cuquerella Ricarte, Ramon Gomez-Salvador y Gerrit Koester

**Después de que la inflación general hubiese alcanzado ya niveles muy elevados en Estados Unidos en la primera mitad de 2021, la inflación de la zona del euro también registró un ascenso muy rápido en el segundo semestre del año, pero se mantuvo en un nivel mucho más bajo que en el país americano.** Comparar la evolución de la inflación en las dos áreas económicas podría ayudar a separar los factores idiosincrásicos de los relacionados con la posición cíclica, teniendo en cuenta el hecho de que la zona del euro no se encuentra tan avanzada en el ciclo económico como Estados Unidos. En diciembre de 2021, la inflación medida por el Índice de Precios de Consumo (IPC) había alcanzado el 7 % (5,6 puntos porcentuales más que en enero de 2021) en Estados Unidos, mientras que la inflación de la zona del euro medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situó en el 5 % (4,1 puntos porcentuales más que en enero de 2021) —véase gráfico A<sup>1</sup>—. La tasa de variación de los precios de la energía contribuyó 2,2 puntos porcentuales a la inflación general de Estados Unidos y 2,5 puntos porcentuales a la de la zona del euro en diciembre, por lo que explica en torno a la mitad de la inflación general observada en esta última zona en ese mes y aproximadamente un tercio en el caso estadounidense<sup>2</sup>. En enero de 2022, la inflación general de la zona del euro —según la estimación de avance de Eurostat— siguió incrementándose ligeramente hasta situarse en el 5,1 %.

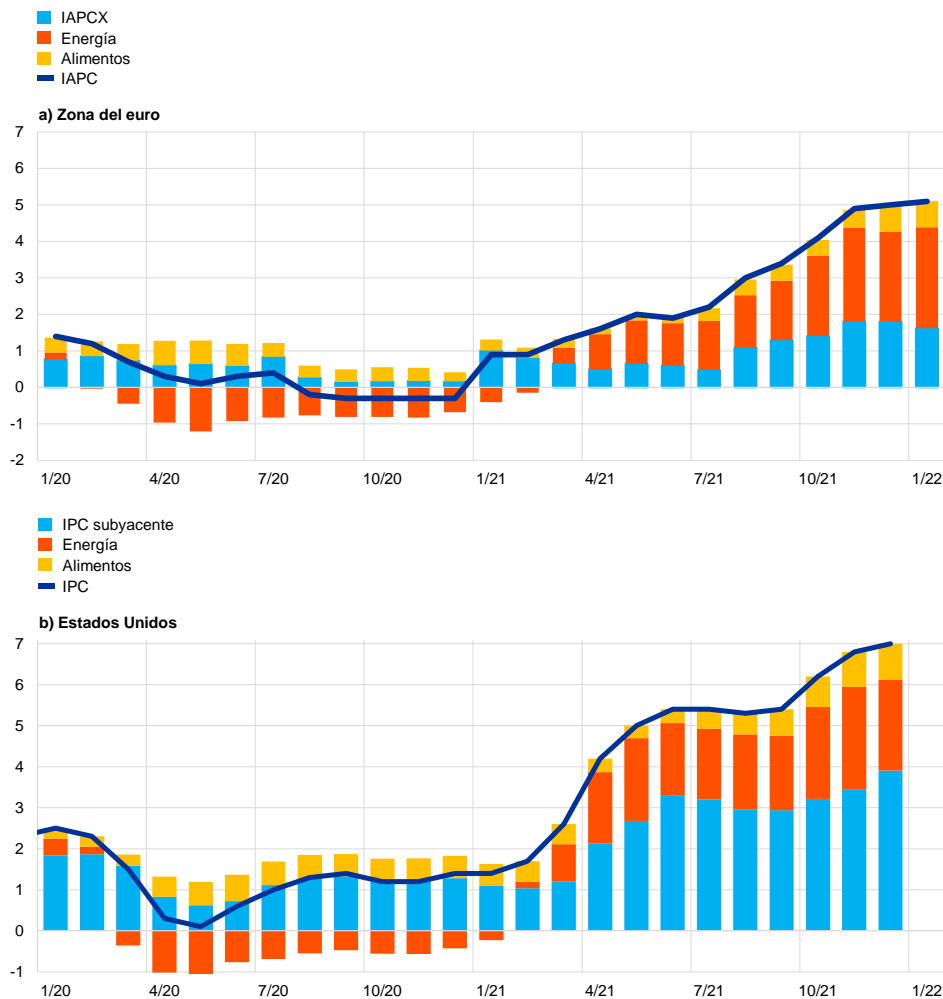
---

<sup>1</sup> Para facilitar la comparación con la zona del euro, este recuadro se centra en la evolución de la inflación medida por el IPC en Estados Unidos y no en la del deflactor del consumo privado (PCE, por sus siglas en inglés). Aunque también se dispone de un indicador de la inflación medida por el IAPC para Estados Unidos, se ha elegido el IPC porque permite un mayor nivel de detalle para los análisis.

<sup>2</sup> Para un análisis de la evolución hasta agosto de 2021, véase el recuadro titulado «[Comparación de la evolución reciente de la inflación en Estados Unidos y en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021.

## Gráfico A Inflación general

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



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

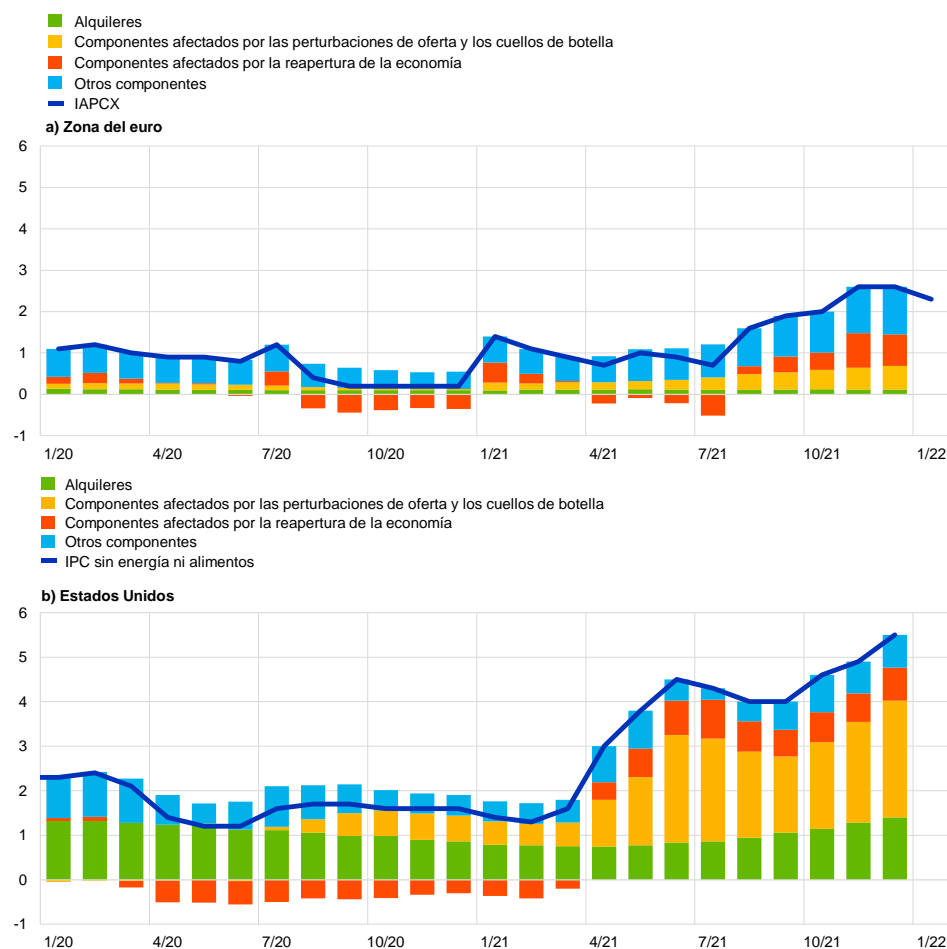
Nota: La última observación corresponde a diciembre de 2021 para Estados Unidos y a enero de 2022 (estimación de avance) para la zona del euro.

**La mayor parte de la diferencia observada en la evolución de la inflación general se debió a que la inflación sin energía ni alimentos registró una subida mucho más acusada (y partía de un nivel más alto) en Estados Unidos que en la zona del euro.** En la zona del euro, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), empezó a crecer en la segunda mitad de 2021 y se situó en el 2,6 % en diciembre, lo que supone un aumento de 1,4 puntos porcentuales con respecto al nivel previo a la crisis (1,2 % en febrero de 2020). En cambio, en Estados Unidos la inflación medida por el IPC sin energía ni alimentos, que había sido sustancialmente más elevada antes de la pandemia (2,4 % en febrero de 2020), empezó a repuntar ya en abril de 2021 y se incrementó de forma considerable (3,1 puntos porcentuales) hasta alcanzar el 5,5 % en diciembre de ese año (gráficos A y B). Parte del aumento de la inflación medida por el IAPCX en la zona del euro en el segundo semestre de 2021 fue consecuencia de efectos base derivados de la reducción temporal del impuesto sobre el valor añadido en Alemania

en la segunda mitad de 2020. Sin ese factor transitorio, habría sido en torno a 0,2 puntos porcentuales más baja en cada mes del segundo semestre de 2021, por lo que la diferencia entre la inflación subyacente de la zona del euro y la de Estados Unidos habría sido incluso más marcada. En enero de 2022, el IAPCX —según la estimación de avance de Eurostat— disminuyó hasta el 2,3 %.

**Gráfico B**  
Inflación, excluidos energía y alimentos

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los componentes afectados por las perturbaciones de oferta y los cuellos de botella incluyen vehículos nuevos y de segunda mano, piezas de repuesto y accesorios, y mobiliario y equipamiento del hogar (incluidos los productos electrónicos). Los afectados por la reapertura de la economía comprenden artículos de vestir y calzado; ocio y cultura; actividades recreativas; hoteles/hostales, y los precios de los vuelos nacionales e internacionales. Los alquileres incluyen los alquileres de vivienda principal, y en el caso de Estados Unidos también los alquileres imputados a la vivienda en propiedad. La última observación corresponde a diciembre de 2021 para Estados Unidos y a enero de 2022 (estimación de avance) para la zona del euro.

**Los componentes afectados por las perturbaciones de oferta y los cuellos de botella, así como por la reapertura de la economía, son determinantes importantes de la inflación sin energía ni alimentos en la zona del euro y en Estados Unidos.** Como se ilustra en el gráfico B, un factor relevante en las diferencias de inflación, excluidos la energía y los alimentos, entre Estados Unidos y la zona del euro son los alquileres, que contribuyen mucho más a la inflación en el país americano. En parte, esto está relacionado con el hecho de que los alquileres han registrado un crecimiento considerablemente más fuerte en Estados Unidos,

pero también refleja el mayor peso que tienen en la cesta de consumo estadounidense, que no solo incluye los alquileres reales, sino también los imputados a la vivienda en propiedad. Si bien el impacto de los alquileres puede contribuir a explicar las diferencias de inflación entre las dos áreas económicas, incluso antes de la pandemia, el elevado nivel que ha registrado recientemente la inflación sin energía ni alimentos ha estado impulsado, sobre todo, por las perturbaciones de oferta y los cuellos de botella y por efectos relacionados con la reapertura de la economía. Los cuellos de botella en las cadenas de suministro han tenido una incidencia especial en los precios de los vehículos nuevos y de segunda mano, y en sus insumos intermedios, así como en el mobiliario y equipamiento del hogar. En Estados Unidos, los precios de estos componentes se dispararon durante el segundo trimestre de 2021 y, después de disminuir brevemente, cobraron impulso en el último trimestre del mismo año. Concretamente, en diciembre los precios de los vehículos de segunda mano representaron, por sí solos, alrededor de 1,6 puntos porcentuales de la inflación medida por el IPC sin energía ni alimentos. En conjunto, los componentes afectados por las perturbaciones de oferta y los cuellos de botella contribuyeron 2,6 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento interanual de la inflación subyacente medida por el IPC en Estados Unidos en diciembre (gráfico D), mientras que la aportación media mensual de este agregado de componentes en 2015-2019 había sido ligeramente negativa. En la zona del euro, la influencia de este agregado también ha aumentado, pero su contribución mensual a la inflación medida por el IAPCX se mantuvo en alrededor de 0,5-0,6 puntos porcentuales hasta diciembre de 2021 y, por tanto, fue sustancialmente menor que en Estados Unidos (gráfico B). Asimismo, los precios de algunos bienes y servicios han repuntado como consecuencia de la reapertura de la economía, y sus niveles han retornado a los registrados antes de la crisis o incluso los han superado. En Estados Unidos, este repunte es evidente en los precios de los artículos de vestir y, entre los servicios, en los precios relacionados con turismo y viajes y transporte, que han crecido con fuerza tras la relajación de las medidas de contención. Esta evolución contribuyó considerablemente a la inflación subyacente medida por el IPC en el segundo trimestre de 2021, y la contribución continuó siendo significativa en el último trimestre —en torno a 0,7-0,8 puntos porcentuales en términos interanuales, frente a una contribución histórica de 0,04 puntos porcentuales—. En la zona del euro, la aportación de esos efectos derivados de la reapertura no empezó a aumentar hasta finales del verano —en parte debido a la retirada más tardía de las medidas de contención—, pero en los últimos meses ha sido de una magnitud similar a la observada en Estados Unidos.

**En lo que respecta a los factores que subyacen a la evolución de la inflación, el ciclo económico de Estados Unidos va más avanzado que el de la zona del euro y el mercado de trabajo estadounidense se ha tensionado, lo que ha comenzado a reflejarse en algunas presiones al alza sobre los salarios.** En Estados Unidos el PIB real ya había superado su nivel previo a la crisis en el segundo trimestre de 2021, mientras que en la zona del euro no alcanzó la cota observada antes de la crisis hasta el cuarto trimestre de ese año. En Estados Unidos, el tensionamiento del mercado de trabajo se ha intensificado considerablemente en los últimos meses y el índice de costes laborales de los trabajadores ha mostrado un ascenso relativamente acusado (gráfico C). Estos

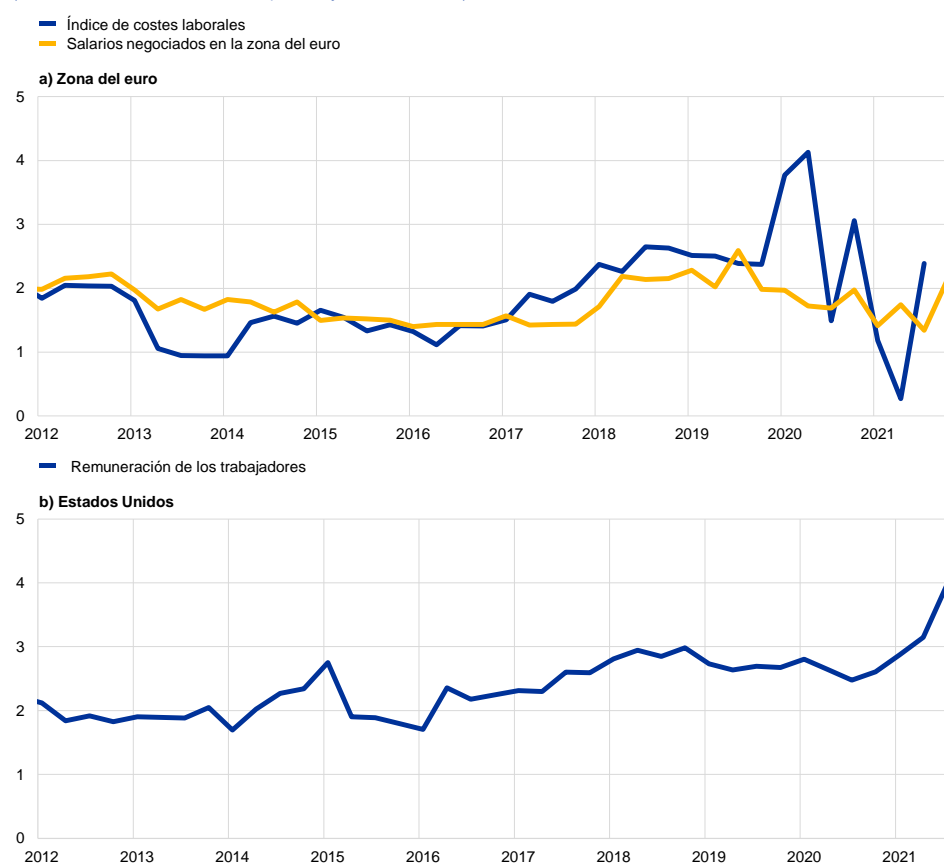


datos contrastan con los de la zona del euro, donde el crecimiento salarial —medido por los salarios negociados o, por ejemplo, el índice de costes laborales— se ha mantenido hasta ahora bastante contenido. Hay que tener en cuenta que los indicadores salariales están distorsionados por los efectos de la crisis, incluido el importante papel de los programas de mantenimiento del empleo, especialmente en la zona del euro, lo que hace más difícil su interpretación.

### Gráfico C

#### Evolución de los salarios y de los costes laborales

(tasas de variación interanual, ratio, porcentaje de encuestados)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos, NBER, BCE, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde a octubre de 2021. En Estados Unidos, los «trabajadores» incluyen a los que trabajan en la economía no agrícola privada, salvo los empleados en hogares particulares, y los trabajadores del sector público, a excepción del Gobierno federal. Los indicadores salariales se ven distorsionados por los efectos de la crisis, lo que hace más difícil su interpretación.

**En los últimos trimestres, las sorpresas al alza en los datos de inflación publicados han seguido siendo mayores en Estados Unidos que en la zona del euro.** Las previsiones de Consensus Economics, elaboradas mensualmente (panel a del gráfico D), muestran que, en los últimos meses, la inflación ha registrado niveles más altos de lo previsto en la zona del euro y mayores aún en Estados Unidos. En el futuro, según las últimas previsiones mensuales de Consensus Economics, publicadas en enero de 2022, la inflación general continuará siendo elevada durante la mayor parte de 2022 en las dos áreas económicas. En conjunto, se espera que la inflación general de Estados Unidos —que había superado el 2 % antes de la irrupción de la pandemia— se mantenga por encima de

ese nivel durante mucho más tiempo que en la zona del euro (paneles a y b del gráfico D).

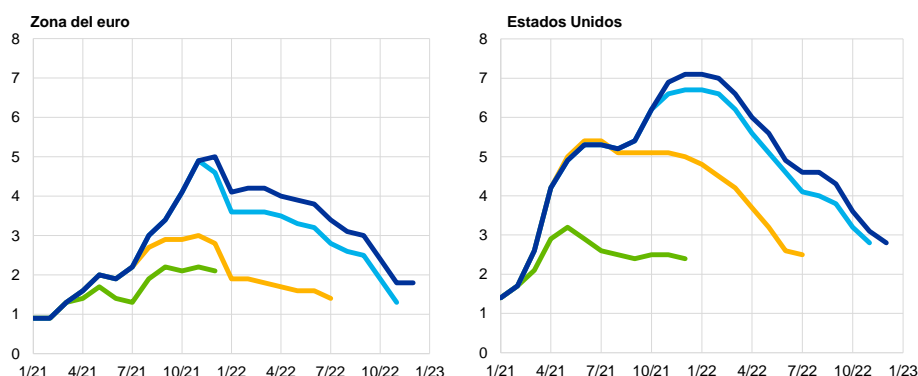
### Gráfico D

Expectativas de inflación basadas en las encuestas de Consensus Economics sobre el IPC general de Estados Unidos y el IAPC general de la zona del euro

#### a) Previsiones mensuales de inflación

(tasas de variación interanual)

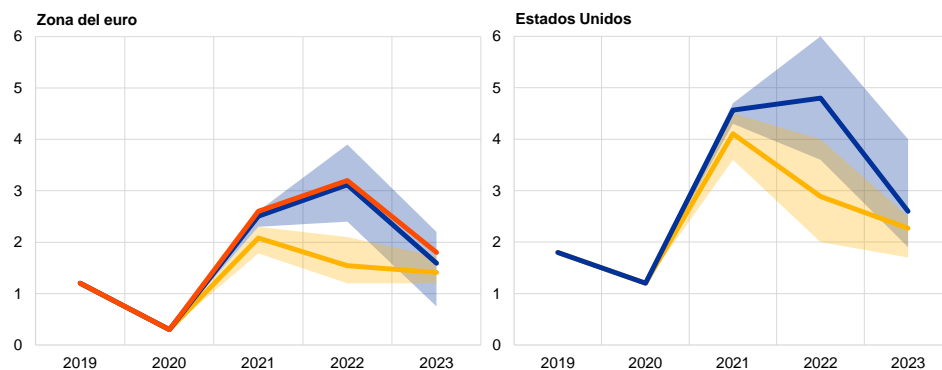
- Marzo de 2021
- Agosto de 2021
- Diciembre de 2021
- Enero de 2022



#### b) Previsiones anuales de inflación

(tasas de variación interanual)

- Previsión media de Consensus Economics de agosto de 2021
- Proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2021
- Previsión media de Consensus Economics de enero de 2022



Fuentes: Consensus Economics, Eurostat, Haver Analytics y cálculos del BCE.

Nota: En el panel b, las zonas sombreadas de color azul y amarillo indican los intervalos de las previsiones incluidas en las encuestas de Consensus Economics.

### De cara al futuro, el grado de incertidumbre acerca de las perspectivas de inflación parece ser mucho mayor en Estados Unidos que en la zona del euro.

Según las previsiones de Consensus Economics más recientes, publicadas en enero de 2022, se espera que la inflación general de la zona del euro se sitúe en el 3,1 % en 2022 y en el 1,6 % en 2023. Estos datos son acordes, en general, con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, que preveían una inflación anual en la zona del euro del 3,2 % en 2022 y del 1,8 % en 2023 y en 2024. El intervalo de las previsiones anuales incluidas en Consensus Economics, que puede considerarse un indicador de incertidumbre, es especialmente amplio para 2022 y algo más reducido para 2023. Para 2023, todas

las previsiones anuales incluidas en la encuesta de Consensus Economics de enero de 2022 sitúan la inflación de la zona del euro entre el 0,8 % y el 2,2 %, mientras que para Estados Unidos todas las previsiones se encuentran en un intervalo comprendido entre el 1,9 % y el 4 % y solo un experto cree que la inflación será inferior al 2 %. Este nivel más elevado de inflación en Estados Unidos puede atribuirse a diferencias en la holgura de la economía y en el tensionamiento del mercado de trabajo con respecto a la zona del euro, que se traducen en presiones salariales más intensas en la economía estadounidense. Al mismo tiempo, la pandemia es una situación excepcional en la que la evolución de la inflación es muy distinta a la registrada en épocas «normales». Estas diferencias requieren un seguimiento atento y agravan la incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación tanto en Estados Unidos como en la zona del euro.

## Posibles efectos en el producto potencial de la zona del euro de las disrupciones persistentes en las cadenas de suministro

Julien Le Roux

**En este recuadro se investigan los posibles efectos a largo plazo que la actual escasez de oferta podría tener sobre el crecimiento del producto potencial de la zona del euro.** Pese a que en un principio se supuso que la escasez de oferta sería transitoria y se limitaría a un número reducido de productos (como los microprocesadores) o de países (por ejemplo, aquellos que son intensivos en manufacturas), este fenómeno se ha ido agravando con el tiempo. Dependiendo de la persistencia de las disrupciones en las cadenas globales de valor, las empresas podrían plantearse buscar nuevos proveedores, rutas de transporte, ubicaciones de producción y, en términos más generales, nuevas cadenas de suministro. Si esto ocurre, sectores que se han visto muy favorecidos por la exposición internacional y la globalización en términos de crecimiento de la productividad podrían experimentar un retroceso de la productividad total de los factores. Si el resto de circunstancias se mantienen inalteradas, esto podría dar lugar a una disminución tendencial del crecimiento del producto potencial en los países más afectados.

**Ni la teoría económica ni la evidencia empírica ofrecen conclusiones claras sobre los efectos a largo plazo que la escasez de oferta puede tener en las empresas que reestructuren su cadena de suministro.** Por una parte, las empresas solo estarían dispuestas a asumir el elevado coste de establecer cadenas globales de suministro nuevas si consideraran que la escasez de oferta es suficientemente duradera como para justificar ese gasto. Hasta la fecha, los datos de las encuestas de opinión indican que los directivos de las empresas no han previsto grandes cambios a largo plazo en sus cadenas de suministro. Sin embargo, es posible que se vean forzados a reconsiderar esta opinión como consecuencia de la evolución reciente de las cadenas de valor<sup>1</sup>. Por otra parte, puede producirse un cambio sustancial en la distribución geográfica de las cadenas de suministro, ya que las disrupciones persistentes que experimentan acarrearán costes inevitablemente elevados para las empresas. Los retos que trae consigo este proceso de reorganización podrían agudizarse si la pandemia favorece el aumento del proteccionismo y la desglobalización. La reconfiguración de las cadenas de suministro empresariales es, en definitiva, una cuestión de sopesar los costes de relocalización frente a los

---

<sup>1</sup> Al ser preguntadas por la persistencia de las restricciones de oferta, casi el 45 % de las sociedades no financieras esperan que los cuellos de botella en la oferta duren menos de un año, mientras que más del 30 % creen que la escasez se prolongará más allá de un año. La incertidumbre queda patente en el hecho de que el 25 % de las empresas no contestaron a esta pregunta. Véase el recuadro titulado «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021. Para más información sobre este tema, véase «[Global Trade Report – Battling Out of Supply-Chain Disruptions](#)», Allianz Research, Euler Hermes, 2021.

costes de las disrupciones persistentes en el suministro —que, en ambos casos, pueden ser muy altos y difíciles de prever para las empresas—<sup>2</sup>.

**Como la zona del euro está muy integrada en cadenas globales de valor, las actuales disrupciones y las posibles reorganizaciones de las cadenas de suministro tienen una gran relevancia para las economías de la zona.** Los países de la zona del euro siguen muy integrados en cadenas de producción transfronterizas y su participación en cadenas globales de valor es relativamente elevada en comparación con la mayoría del resto de economías, incluidas las de China y Estados Unidos<sup>3</sup>. Los distintos grados de participación y las diferentes posiciones en la cadena de valor conllevan efectos dispares de la pandemia de coronavirus (COVID-19) en los países de la zona del euro. Las mayores economías de esta zona suelen estar posicionadas en fases más iniciales (*upstream*) de la cadena global de producción que las economías de menor tamaño de la zona. En las economías con una posición *upstream*, el impacto de las cadenas globales de valor sobre la productividad total de los factores y el producto potencial depende de los aumentos de eficiencia logrados al distribuir las tareas según la ventaja comparativa. En cambio, las economías más pequeñas de la zona del euro —en especial, algunos países de Europa Oriental— se sitúan, por lo general, en fases más finales (*downstream*) del proceso de producción y presentan una fuerte dependencia de cadenas globales de valor para la adopción tecnológica y el crecimiento de la productividad total de los factores. También es importante señalar que las cadenas globales de valor de la zona del euro suelen ser regionales, por lo que resultan ligeramente menos sensibles a perturbaciones que tienen lugar fuera de Europa<sup>4</sup>.

**Es importante considerar si la escasez actual puede constituir un cambio estructural en las cadenas globales de valor.** A principios de la década de 2000, la participación en dichas cadenas creció con fuerza, antes de caer temporalmente en 2009. Al año siguiente volvió a su nivel previo a la crisis. En los últimos años, la participación en cadenas globales de valor se ha estabilizado (gráfico A). Desde el estallido de la pandemia del coronavirus, hay cierta evidencia de que las empresas se han reorganizado y han reconfigurado sus cadenas de valor, pero, hasta ahora,

---

<sup>2</sup> Para más información sobre las dos vertientes de este debate, véanse P. Antràs, «De-globalisation? Global Value Chains in the post-COVID-19 age» y S. Lund, «De-globalisation? The Recent Slowdown of Global Trade and Prospects for Future Rebalancing» en «[Central Banks in a Shifting World](#)», Proceedings of the 2020 ECB Forum on Central Banking, BCE, noviembre de 2020, pp. 28-89.

<sup>3</sup> La participación en cadenas globales de valor es un indicador utilizado habitualmente para medir el grado de integración de la cadena de valor. La posición de un país en las cadenas de valor puede calificarse como *upstream* (*downstream*) si el contenido importado de su producción es mayor (menor) que los bienes intermedios suministrados por este país a otras economías. Para otras definiciones, véase «[The impact of global value chains on the euro area economy](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 221, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2019.

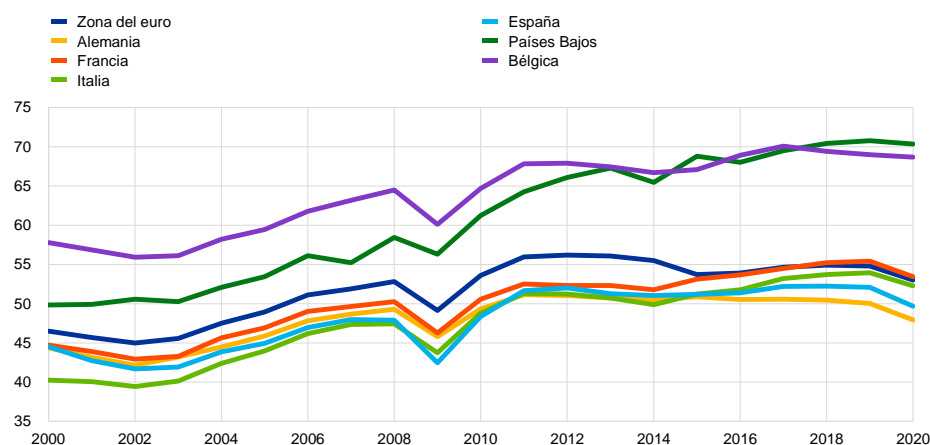
<sup>4</sup> Véase S. Cigna, V. Gunnella y L. Quaglietti, «[Global value chains: measurement, trends and drivers](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 289, BCE, Frankfurt am Main, enero de 2022.

esa evidencia es fundamentalmente anecdótica y aún no es generalizada<sup>5</sup>. Pese a esta evidencia anecdótica, los efectos a largo plazo de la pandemia sobre el comercio y las cadenas de valor son todavía muy inciertos. Sigue sin estar claro si la pandemia ha puesto fin al prolongado período de estancamiento de la participación en cadenas globales de valor y ha causado un nuevo retroceso de esta<sup>6</sup>.

### Gráfico A

#### Participación en cadenas globales de valor de las mayores economías de la zona del euro

(porcentaje de las exportaciones brutas)



Fuente: Cálculos del BCE a partir de datos de la World Input-Output Database (WIOD, véase [www.wiod.org](http://www.wiod.org)).

Notas: La participación en cadenas globales de valor se mide como la proporción sobre las exportaciones brutas que representa la suma de: i) el valor añadido nacional incorporado en las exportaciones de terceros países (participación hacia delante [*forward*] en cadenas globales de valor), y ii) el valor añadido foráneo en las exportaciones propias (participación hacia atrás [*backward*] en las cadenas globales de valor). Los últimos datos de la WIOD corresponden a 2014. A partir de 2015, la participación en cadenas globales de valor se ha estimado mediante una pequeña regresión de panel del crecimiento de la participación en cadenas globales de valor sobre la apertura comercial (medida en volumen por la suma de las importaciones y las exportaciones como porcentaje del producto interior bruto). La estimación se realiza para el período 2000-2014 para las seis mayores economías de la zona del euro, incluyendo efectos fijos de país. Los coeficientes de la regresión son estadísticamente significativos al nivel del 1 %.

### El efecto de las disrupciones en las cadenas de suministro sobre el crecimiento potencial dependerá probablemente de la duración de dichas disrupciones.

Teóricamente, si estas son de carácter temporal, es posible que no afecten al crecimiento potencial de la zona del euro. La escasez transitoria de productos o de mano de obra causa una disminución de la utilización de la capacidad productiva de las empresas, que afectará al componente cíclico de la

<sup>5</sup> Por ejemplo, al comienzo de la pandemia, la carrera en busca de equipos de protección individual se tradujo en una relocalización de producción a países europeos que fue tan súbita como breve. Otro ejemplo es que la empresa IKEA® está considerando la posibilidad de trasladar parte de su producción destinada al mercado europeo a Turquía (véase «[IKEA to shift more production to Turkey to shorten supply chain](#)», Reuters, octubre de 2021). Aparentemente, varias empresas de la industria textil tienen intenciones similares (véase «[Hugo Boss moves production closer to home to shorten supply chain](#)», Financial Times, diciembre de 2021).

<sup>6</sup> Algunos acontecimientos históricos, aunque no muy numerosos, pueden arrojar luz sobre la situación actual. Por ejemplo, el terremoto ocurrido en 2011 en Japón no causó una relocalización en territorio nacional, una relocalización en países más próximos (*nearshoring*) ni una diversificación significativas (véase C. Freund, A. Mattoo, A. Mulabdic, M. Ruta, «[Natural Disasters and the Reshaping of Global Value Chains](#)», *Policy Research Working Papers*, n.º 9719, Banco Mundial, Washington DC, junio de 2021); y ello, pese a que, en un primer momento, se pudo haber pensado brevemente que el terremoto tendría esas consecuencias (véase «[Interconnected Economies: Benefiting from GVCs – Synthesis Report](#)», OECD Publishing, 2013). Con todo, conviene destacar que, a diferencia de la situación actual, las perturbaciones de las cadenas globales de suministro han tendido a estar concentradas geográficamente o sectorialmente.

productividad total de los factores<sup>7</sup>. La tendencia de la productividad total de los factores solo se ve afectada si la escasez de factores productivos obliga a los productores a cambiar sus cadenas de suministro, aunque todavía hay cierto debate sobre si el efecto en el conjunto de la economía sería negativo o positivo. Es probable que la relocalización de la producción y la reducción de la longitud de la cadena de suministro causen una caída del crecimiento potencial, ya que los procesos de producción globalizados presumiblemente reflejan una asignación más eficiente de los recursos que se beneficia de las ventajas comparativas entre países. Las disrupciones duraderas en las cadenas de suministro también pueden obligar a las empresas a revisar o posponer sus planes de inversión y, por consiguiente, alterar la evolución de su *stock* de capital. Por otra parte, las empresas que operan a nivel global pueden reconfigurar y optimizar sus cadenas globales de valor. La mayor capacidad de resistencia que proporcionan unas cadenas de suministro más cortas y el acceso local a bienes estratégicos, con el impulso añadido de la digitalización, la adopción del comercio electrónico, las videoconferencias y los robots, puede reactivar flujos comerciales, modificar estructuralmente su composición (en favor de los servicios) y, en última instancia, incidir de forma positiva en la tendencia de la productividad total de los factores<sup>8</sup>.

**Un cálculo aproximado, utilizando elasticidades históricas entre la participación en cadenas globales de valor y el crecimiento de la productividad total de los factores, sugiere que el impacto de la actual escasez de suministros en el producto potencial sería limitado.**

Si los cuellos de botella en la oferta se prolongan en el tiempo y no son transitorios como se supone actualmente en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021<sup>9</sup>, el producto potencial de la zona del euro podría verse afectado negativamente. El efecto estimado de una posible reorganización de las cadenas globales de valor sobre la productividad total de los factores se basa en un trabajo reciente que pone de relieve el vínculo entre la evolución de la participación en dichas cadenas y el crecimiento de la productividad total de los factores<sup>10</sup>. Se considera que una reorganización de las cadenas globales de valor tendría una incidencia negativa fundamentalmente por la vía de la productividad total de los factores. Para poner de manifiesto los efectos de una posible relocalización, se han propuesto dos escenarios adversos ilustrativos.

**Se han analizado dos escenarios: el primero basado en la caída esperada del comercio tras la crisis del coronavirus y el segundo en el descenso del comercio observado durante la gran crisis financiera.**

En el primer escenario, se ha

<sup>7</sup> Sobre el vínculo entre la productividad total de los factores y la utilización de la capacidad productiva, véase, por ejemplo C. Planas, W. Roeger y A. Rossia, «[The information content of capacity utilization for detrending total factor productivity](#)», *Journal of Economic Dynamics and Control*, volumen 37, n.º 3, marzo de 2013, pp. 577-590.

<sup>8</sup> Véase R. Baldwin y R. Freeman, «[Risks and Global Supply Chains: What We Know and What We Need to Know](#)», *Working Paper Series*, n.º 29444, National Bureau of Economic Research, Cambridge (Massachusetts), octubre de 2021.

<sup>9</sup> Véase «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2021](#)», BCE, Frankfurt am Main, 16 de diciembre de 2021.

<sup>10</sup> Véase F. Chiacchio, K. Gradeva, P. Lopez-Garcia, «[The post-crisis TFP growth slowdown in CEE countries: exploring the role of Global Value Chains](#)», *Working Paper Series*, n.º 2143, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2018.

estimado el impacto de la crisis del coronavirus en el comercio de la zona del euro utilizando una ratio de apertura comercial<sup>11</sup>. Aunque el concepto es ligeramente distinto, la apertura comercial es un indicador empíricamente válido y oportuno de la participación en cadenas globales de valor<sup>12</sup>. Este escenario se aleja del supuesto de recuperación de la apertura comercial a lo largo del horizonte de proyección (según las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2021) y, en cambio, supone que la participación en cadenas globales de valor sufre un descenso permanente proporcional a la caída de la apertura comercial observada en 2021 comparada con el nivel que se preveía en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2019 (gráfico B). Esto representa una desviación de  $-0,6\%$  en la apertura comercial de la zona del euro, con una gran heterogeneidad entre países (gráfico B). En el segundo escenario se utiliza directamente la participación en cadenas globales de valor y se asume una disminución permanente de la participación equivalente a la mitad de la perturbación observada durante la gran crisis financiera. En este caso, el resultado es un descenso de 1,8 puntos porcentuales de la participación en cadenas globales de valor de la zona del euro. La disparidad de las perturbaciones entre países es menor en el segundo escenario que en el primero, debido a que la caída del comercio durante la gran crisis financiera fue más homogénea en los países de la zona del euro.

---

<sup>11</sup> Se ha optado por basar el tamaño de la perturbación en la apertura comercial, y no en la participación en cadenas globales de valor, porque los datos más recientes sobre este último indicador corresponden a 2014. Con todo, el vínculo entre la apertura comercial y las cadenas globales de valor es fuerte: se ha estimado, en un panel, una elasticidad de 0,6 entre la apertura comercial y el crecimiento de la participación en cadenas globales de valor en el período 2000-2014. La estimación se ha realizado para las seis mayores economías de la zona del euro, con efectos fijos de país. Los coeficientes de regresión son estadísticamente significativos al nivel del 1 %.

<sup>12</sup> Utilizar la ratio de apertura comercial como indicador de la participación en cadenas globales de valor permite disponer de un escenario contrafactual: el previsto por las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019. No obstante, es posible que, debido a varios factores (la normalización del comercio tras la perturbación del coronavirus, la reposición de existencias, etc.), esta ratio prediga el comportamiento de las cadenas globales de valor en el período actual con menor precisión que en épocas normales.

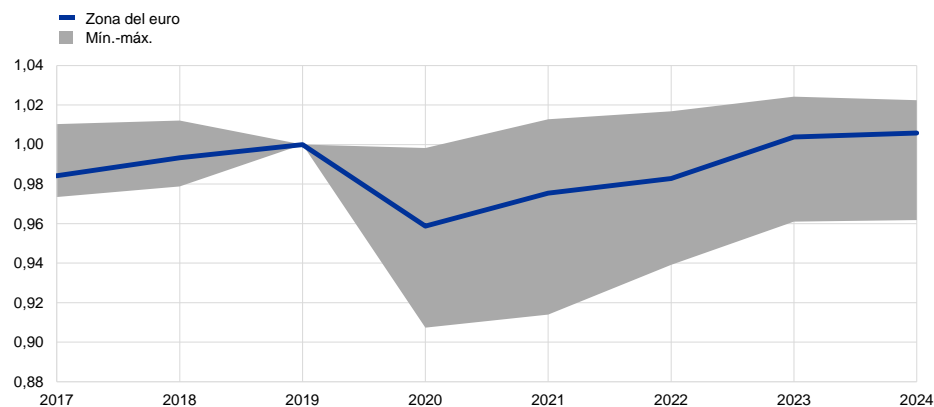


## Gráfico B

### Apertura comercial en la zona del euro y en sus mayores economías

#### Ratio de la proyección de diciembre de 2021 sobre la proyección de diciembre de 2019

(índice)



Fuente: Cálculos del BCE a partir de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019 y diciembre de 2021.

Notas: La parte de color gris indica los valores mínimos y máximos para las mayores economías de la zona del euro (Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia), que están sujetas a menor volatilidad en la revisión de sus cuentas nacionales anuales que otros países. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019 se han extendido a 2023 y 2024 suponiendo las mismas tasas de crecimiento para el comercio y el PIB que las esperadas para 2022.

**En ambos escenarios, el efecto de la disminución de la participación en cadenas globales de valor sobre el producto potencial sería de una magnitud limitada.** En los dos escenarios, las elasticidades, como las calculadas en un documento de trabajo del BCE de 2018<sup>13</sup>, se aplican para determinar el efecto sobre la productividad total de los factores. Se supone que la mitad del efecto de las perturbaciones es permanente y, por lo tanto, se traslada dividido por la mitad a la tendencia. Como consecuencia, la productividad total de los factores tendencial experimentaría una caída de entre -0,1 y -0,3 puntos porcentuales. El producto potencial sufriría un retroceso similar. Se trata de un impacto limitado en un contexto en el que se espera que la productividad total de los factores tendencial de la zona del euro crezca un 2,1 %, en términos acumulados, durante el período 2021-2023, según las previsiones económicas de otoño de 2021 de la Comisión Europea. Esta estimación oculta cierta heterogeneidad entre países (cuadro A). Algunos podrían experimentar un impacto más negativo en la productividad total de los factores y en el producto potencial si los efectos de la pandemia sobre el comercio perduraran.

<sup>13</sup> Véase F. Chiacchio, K. Gradeva, P. Lopez-Garcia, *op. cit.*

## Cuadro A

### Impacto de un retroceso de la participación en cadenas globales de valor sobre la productividad total de los factores tendencial

(puntos porcentuales)

|                    | Zona del euro | Alemania | España | Francia | Italia | Países Bajos |
|--------------------|---------------|----------|--------|---------|--------|--------------|
| <b>Escenario 1</b> | -0,1          | -0,2     | -0,3   | -0,7    | -0,3   | -0,2         |
| <b>Escenario 2</b> | -0,3          | -0,3     | -0,4   | -0,3    | -0,3   | -0,2         |

Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: En general, los órdenes de magnitud de los dos escenarios son bastante parecidos en los distintos países. Sin embargo, en el escenario 1, Francia aparece como valor atípico. Esto se debe a la debilidad persistente del comercio en este país desde el inicio de la crisis del coronavirus, que está relacionada con su especialización sectorial (véase A. Berthou y G. Gaulier, «[French exports in 2020: aerodependence](#)», *Eco Notepad*, Banque de France, agosto de 2021).

### 3 Dinamismo de la productividad de las empresas en la zona del euro

Rodrigo Barrela, Vasco Botelho y Paloma Lopez-Garcia

**En este recuadro se analiza la forma en la que los movimientos de las empresas a lo largo de la distribución de la productividad con el tiempo afectan al crecimiento de la productividad agregada<sup>1</sup>.** El análisis se basa en datos individuales de las empresas de seis países de la zona del euro; los datos se han tratado para representar al conjunto de las sociedades no financieras que tienen empleados. Las empresas se mueven a lo largo de la distribución de la productividad según su capacidad para reaccionar a perturbaciones y a factores estructurales que incentivan la inversión innovadora. Esto es aplicable tanto a las empresas poco productivas que están luchando por sobrevivir en el mercado como a las muy productivas que se enfrentan al riesgo de quedarse obsoletas. La productividad de las empresas es muy dinámica en todos los países, sectores y años. El gráfico A muestra que las empresas que luchaban por sobrevivir en la parte inferior de la distribución (percentil 5) avanzaron, en términos medios, 30 percentiles en la clasificación de productividad en un período de doce años. Al mismo tiempo, las empresas que estaban inicialmente en la parte alta de la distribución (percentil 90) retrocedieron 20 percentiles en dicha clasificación. Esta evolución es significativa, dado que las variaciones de la productividad de las empresas representan, en promedio, más del 60 % del crecimiento anual de la productividad agregada<sup>2</sup>.

---

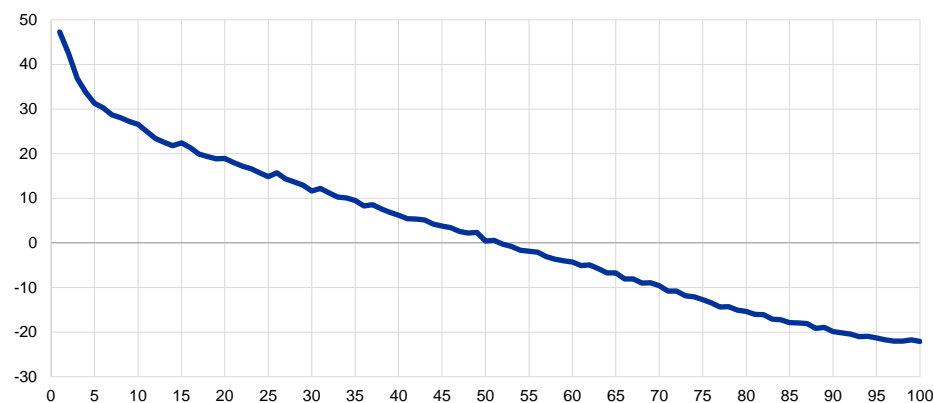
<sup>1</sup> Véanse también la línea de trabajo sobre productividad, innovación y progreso tecnológico, «[Key factors behind productivity trends in EU countries](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 268, BCE, septiembre de 2021, y el artículo titulado «[Key factors behind productivity trends in euro area countries](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021.

<sup>2</sup> Hay cierta heterogeneidad en la contribución del crecimiento de la productividad «intrafirma» en función del país, sector y período de tiempo. Para calcular la contribución de las variaciones de la productividad dentro de las empresas al crecimiento anual de la productividad agregada, véase M. J. Melitz y S. Polanec, «Dynamic Olley-Pakes productivity decomposition with entry and exit», *The RAND Journal of Economics*, vol. 46, n.º 2, 2015, pp. 362-375.

## Gráfico A

### Variación media de la clasificación de productividad de las empresas entre 2006 y 2018

(eje de abscisas: clasificación de productividad empresarial en 2006, en percentiles; eje de ordenadas: variación de la clasificación de productividad empresarial entre 2006 y 2018, en percentiles)



Fuentes: Bureau van Dijk Orbis, base de datos BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) y cálculos del BCE.

Notas: Variación media de la clasificación de productividad de las empresas establecidas en un período de doce años, en función de la clasificación de productividad inicial en 2006. Media sin ponderar entre países y sectores. La clasificación de productividad se elabora para cada sector, país y año.

**La productividad muestra especial dinamismo entre las empresas jóvenes.** El crecimiento medio anual de la productividad de las empresas que llevan operando menos de seis años es del 8 %, en comparación con el 2,5 % de las empresas que llevan más de 20 años en el mercado (panel a del gráfico B, barras amarillas). La contribución de las empresas jóvenes al crecimiento de la productividad agregada es el resultado de la selección y el aprendizaje, dado que aprenden a adaptarse y a implementar nuevas ideas, reoptimizando al mismo tiempo sus modelos de negocio y sus procesos. Además, la evolución de la productividad media de las empresas jóvenes supervivientes está impulsada por algunas «superestrellas» jóvenes, que se definen como aquellas que se sitúan dentro del 10 % de las empresas que registran un mayor crecimiento de la productividad y que llevan operando menos de seis años<sup>3</sup>. Si bien la empresa joven mediana (en términos de crecimiento de la productividad) aumenta su productividad, en promedio, alrededor de un 4 % cada año en los seis primeros años de actividad (panel a del gráfico B, barras naranjas), las empresas jóvenes superestrella la incrementan en torno a un 100 % (panel a del gráfico B, barras azules)<sup>4</sup>.

**Las superestrellas jóvenes sobresalen del resto de distintas formas.** En promedio, estas empresas invierten más que sus competidoras jóvenes, particularmente en activos intangibles, y también emplean menos trabajadores pero

<sup>3</sup> La distribución del crecimiento de la productividad está sesgada en todos los grupos de edad, ya que las empresas superestrella impulsan el avance de la productividad de las supervivientes. Sin embargo, este hecho es considerablemente más pronunciado para las empresas jóvenes. Las superestrellas generalmente se definen como aquellas que se sitúan dentro del 10 % de las empresas que registran un mayor crecimiento de la productividad.

<sup>4</sup> Para más evidencia sobre la relevancia de las superestrellas jóvenes a la hora de impulsar el crecimiento medio de la productividad de las supervivientes jóvenes y sobre su contribución al crecimiento de la productividad agregada de la economía de la zona del euro, véase el artículo titulado «Key factors behind productivity trends in euro area countries», *Boletín Económico*, número 7, BCE, septiembre de 2021.

más especializados (panel b del gráfico B). Asimismo, pagan salarios más elevados y tienen una mayor productividad del trabajo. Esto, a su vez, podría ser reflejo de la mayor inversión de estas empresas en capital humano o de un proceso de producción más intensivo en capital que depende de una fuerte relación complementaria entre trabajo y capital<sup>5</sup>.

---

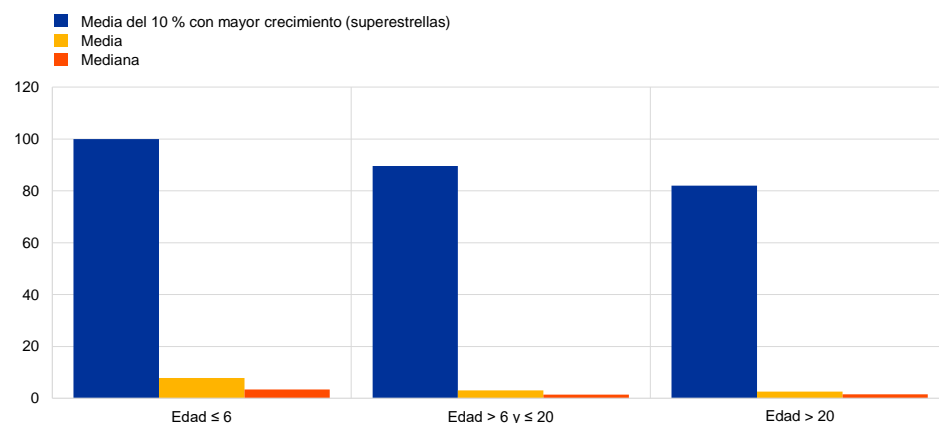
<sup>5</sup> La inversión en capital humano es la que realizan las empresas en la formación y el desarrollo personal de sus trabajadores (por ejemplo, asumiendo las tasas académicas o el coste de cursos de formación) con el objetivo de que su productividad aumente en el futuro. Los resultados indicados en el texto principal son coherentes con la evidencia reciente que relaciona el aumento de las empresas superestrella con una disminución del nivel de participación de las rentas del trabajo. Véanse D. Autor *et al.*, «The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n.º 2, mayo de 2020, pp. 645-709, y M. Kehrig y N. Vincent, «The Micro-Level Anatomy of the Labor Share Decline», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 136, n.º 2, mayo de 2021, pp. 1031-1087.

## Gráfico B

### Dinamismo de la productividad de las empresas por edad y características de las empresas jóvenes

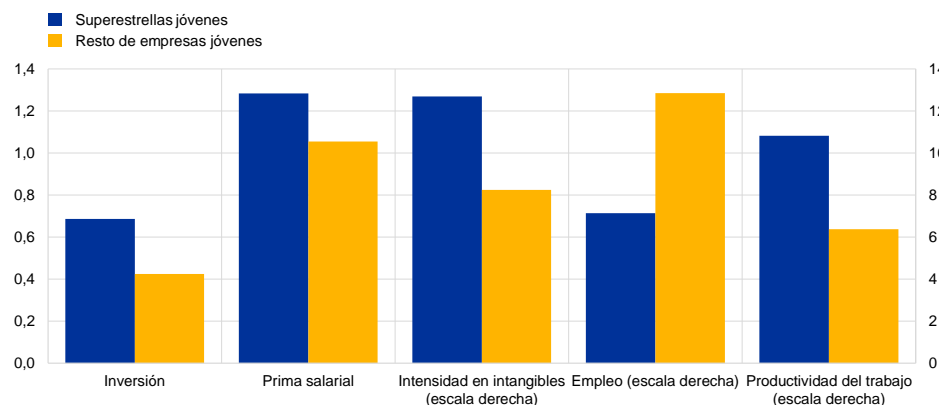
#### a) Crecimiento anual de la productividad del trabajo de las empresas supervivientes por grupo de edad en cada sector

(porcentajes)



#### b) Características medias de las superestrellas jóvenes y del resto de empresas jóvenes después de controlar por país, sector y año

(escala izquierda: ratio; escala derecha: número de empleados, intensidad en intangibles en miles de euros, productividad del trabajo en decenas de miles de euros)



Fuentes: Bureau van Dijk Orbis, base de datos BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) y cálculos del BCE.

Notas: Una empresa joven es aquella que lleva operando un máximo de seis años. Las superestrellas jóvenes son aquellas que se encuentran en el percentil 10 superior de la distribución del crecimiento de la productividad del trabajo para cada país, sector y año, y durante dos años consecutivos como mínimo. En el panel a se utiliza una media ponderada entre sectores, países y años. En el panel b cada barra representa el coeficiente obtenido mediante una regresión de cada variable representada en el eje de abscisas sobre una variable binaria para las empresas jóvenes superestrella y un conjunto de efectos fijos para controlar por los diferentes países, sectores y años. La productividad se calcula como el valor añadido real por empleado a nivel de empresa. La intensidad en intangibles se calcula como la relación entre el capital intangible y el número de empleados. La inversión se calcula como la variación del capital fijo tangible real con respecto al periodo anterior. El periodo considerado comienza después de la gran crisis financiera para evitar posibles desplomes.

**La productividad de las empresas ha perdido dinamismo con el tiempo.** Esta evolución es el resultado de un menor dinamismo en ambos extremos de la distribución de la productividad. En primer lugar, ha caído significativamente el peso de las empresas establecidas con baja productividad que mejoran su nivel de productividad con el tiempo (panel a del gráfico C). En segundo lugar, las empresas más productivas pudieron mantenerse más tiempo en la «frontera» en 2016, en comparación con 2006, aunque con cierta heterogeneidad entre países (panel b del gráfico C). El menor dinamismo de las empresas a lo largo de la distribución de la productividad predomina en los sectores de alta y de baja tecnología. Estos

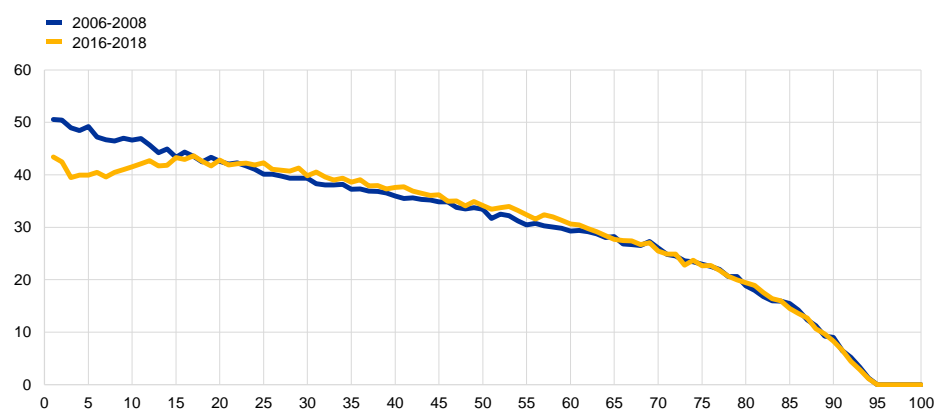
resultados son coherentes con un aumento de la edad media de las empresas «frontera» (empresas altamente productivas) y con una disminución de las tasas de entrada<sup>6</sup>.

### Gráfico C

Pérdida de dinamismo de la productividad de las empresas situadas en la parte baja y la parte alta de la distribución en seis países de la zona del euro

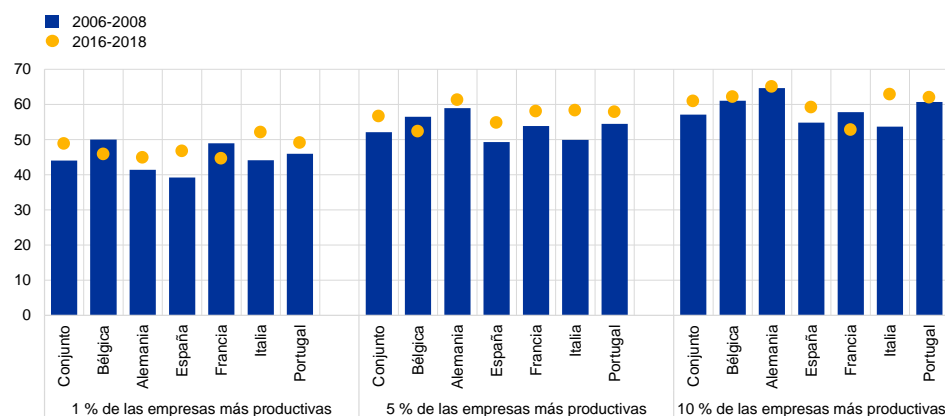
a) Peso de las empresas que avanzaron al menos cinco percentiles en la clasificación de productividad entre 2006 y 2008 o entre 2016 y 2018

(porcentajes)



b) Peso de las empresas que se situaron en la frontera de productividad durante tres años consecutivos entre 2006 y 2008 o entre 2016 y 2018

(puntos porcentuales)



Fuentes: Bureau van Dijk Orbis, base de datos BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) y cálculos del BCE.

Notas: La clasificación de productividad se elabora para cada sector, país y año. La frontera de productividad se define como el 1 %, el 5 % o el 10 % de las empresas con los mayores niveles de productividad de su sector, país y grupo de edad. La frontera de productividad del grupo 2006-2008 sigue el rendimiento de las empresas que eran líderes en 2006, y la del grupo 2016-2018 indica el rendimiento de las líderes en 2016. Los datos conjuntos representan una media sin ponderar de todas las empresas de los seis países analizados.

### Las causas del menor dinamismo de la productividad de las empresas

**merecen un estudio más profundo.** Esta pérdida de dinamismo podría estar

relacionada con la dinámica del «ganador se lo lleva todo» provocada por las características particulares de las nuevas tecnologías, como los efectos de red o los

<sup>6</sup> Las empresas frontera de la zona del euro llevaban operando una media de 20 años en 2018, en comparación con unos 14 años en 2006. Este aumento es común a todos los países y podría estar relacionado con la menor entrada de empresas a largo plazo y, por tanto, con una menor competencia procedente de empresas jóvenes e innovadoras.

elevados costes fijos. Esta dinámica podría resultar en una mayor concentración del mercado y en una menor entrada de empresas, como han demostrado algunos estudios centrados específicamente en Estados Unidos<sup>7</sup>. Sin embargo, la evidencia para la zona del euro no es clara y, en consecuencia, merece un estudio más profundo. En cuanto al menor dinamismo de las empresas en la zona del euro, la evidencia reciente de la OCDE sugiere que existe una relación entre el aumento de la concentración del mercado, los márgenes de las empresas y la incidencia de fusiones y adquisiciones a lo largo de la pasada década<sup>8</sup>. La pérdida de dinamismo de las empresas implica un crecimiento más lento de la productividad y, por tanto, un reducido crecimiento de la producción potencial y un tipo de interés natural más bajo. Esto pone de relieve la importancia de las políticas estructurales destinadas a incrementar la durabilidad y la resiliencia del crecimiento económico derivado de la inversión de las empresas en innovación tecnológica, y de reforzar el mecanismo del mercado según el cual las empresas muy productivas crecen y las menos productivas menguan o abandonan el mercado completamente.

---

<sup>7</sup> Véanse C. Syverson, «Macroeconomics and Market Power: Context, Implications, and Open Questions», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n.º 3, verano de 2019, pp. 23-43, y J. De Loecker, J. Eeckhout y G. Unger, «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n.º 2, mayo de 2020, pp. 561-644.

<sup>8</sup> Véase C. Criscuolo, «[Productivity and business dynamics through the lens of COVID-19: the shock, risks and opportunities](#)», ECB Forum on Central Banking 2021.



## 4 Dependencia del gas natural y riesgos para la actividad de la zona del euro

Vanessa Gunnella, Valerie Jarvis, Richard Morris y Máté Tóth

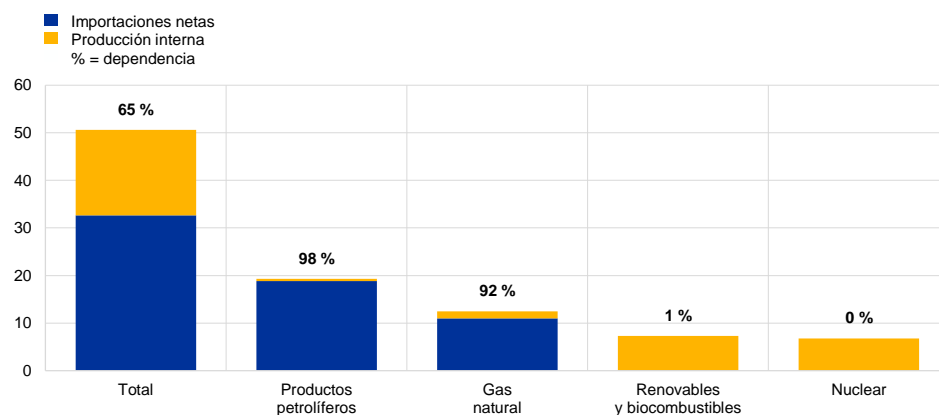
**El gas natural es el segundo recurso energético primario más importante en la zona del euro, después de los productos petrolíferos.** Es la fuente de energía principal en el sector manufacturero, y más del 90 % del gas consumido en la zona del euro es importado. La zona del euro depende mucho de las importaciones tanto de productos energéticos derivados del petróleo como de gas natural, mientras que las energías renovables y la nuclear se generan sobre todo internamente (panel a del gráfico A). En el conjunto de la economía, la energía generada a base de petróleo es la más consumida, principalmente como consecuencia de su uso en el sector del transporte. Sin embargo, el gas es la fuente de energía primaria de mayor consumo en el sector industrial, en los servicios no relacionados con el transporte y en los hogares (panel b del gráfico A). También es el principal recurso energético de respaldo en la generación de electricidad, dada la flexibilidad de las centrales de gas y las infraestructuras gasísticas generales (por ejemplo, interconexiones de las redes, capacidad de almacenaje y terminales de gas natural licuado) que permite dar respuesta a las fluctuaciones de la demanda de energía eléctrica. La transición hacia las renovables, en las que la oferta depende de patrones meteorológicos variables, ha aumentado esta dependencia. En este recuadro se examina el impacto del encarecimiento del gas y de una perturbación relacionada con un posible recorte del suministro de este recurso energético sobre la actividad económica de la zona del euro.

## Gráfico A

### Dependencia energética y uso de energía por tipo de combustible primario en la zona del euro

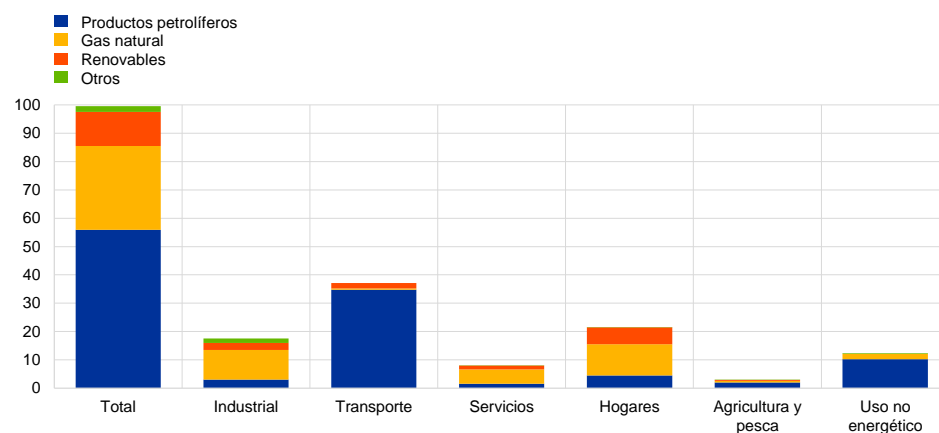
#### a) Dependencia energética de la zona del euro

(millones de terajulios)



#### b) Uso por tipo de combustible primario en 2019

(uso de cada tipo de energía como porcentaje del uso total)



Fuente: Eurostat (saldos energéticos).

Notas: La dependencia se refiere a la relación entre importaciones netas y energía bruta disponible. Se excluye el comercio entre países de la zona del euro.

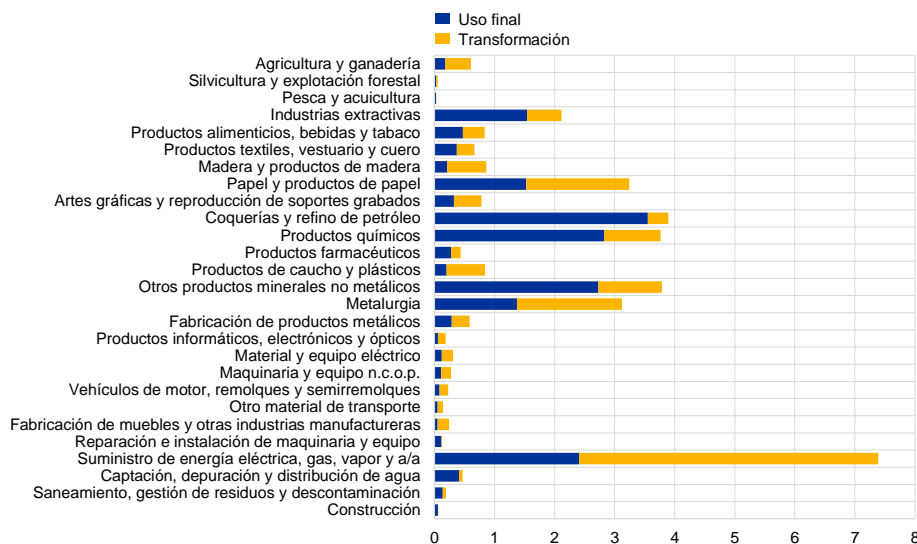
**Un incremento significativo del precio del gas natural puede frenar la actividad económica a través tanto del canal del consumo como del canal de los bienes intermedios.** En el caso del canal del consumo, el encarecimiento del gas —y de la electricidad— reduce la renta real disponible y el poder adquisitivo de los hogares (como consecuencia del deterioro de los términos de intercambio debido al aumento del coste de la energía importada) y, en consecuencia, el consumo privado. En cuanto al canal de los bienes intermedios, el gas es un insumo en los procesos de producción de muchas empresas. El gráfico B muestra el uso de gas natural por sector industrial (en relación con la producción del sector) según la nomenclatura estadística de actividades económicas de la Comunidad Europea (NACE2), distinguiendo entre uso para transformación (cuando una forma de energía se transforma en otra) y uso final (cuando la energía se consume). Además del propio sector de la energía, que principalmente transforma gas natural en otras formas de energía, los fabricantes de productos químicos, metales básicos, minerales no

metálicos (vidrio, cemento, cerámica, etc.) y alimentos y bebidas son también usuarios de gas a gran escala.

### Gráfico B

#### Uso de gas por sector industrial en 2019

(terajulios por unidad de producción del sector)



Fuentes: Eurostat (cuadros de oferta y uso de energía) y cálculos del BCE. Los sectores se clasifican en función de la nomenclatura estadística de actividades económicas de la Comunidad Europea (NACE Rev. 2).

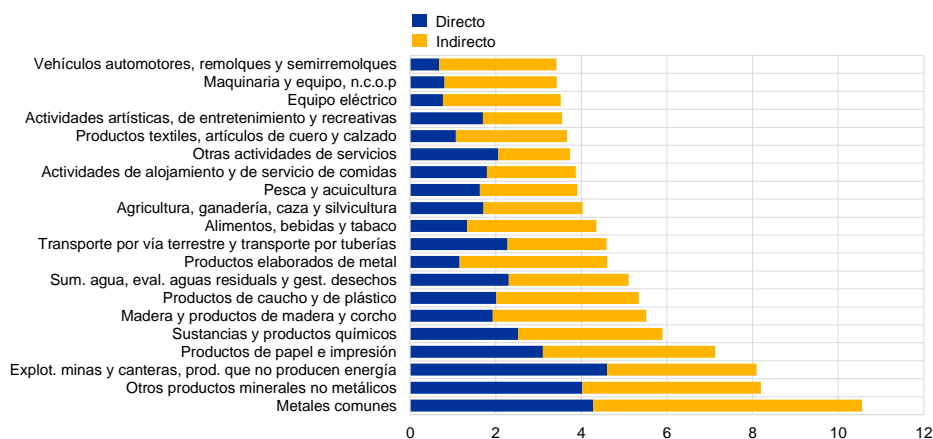
### Las interconexiones en la cadena de suministro amplifican la reacción de los productores de bienes y de los proveedores de servicios frente a aumentos del precio del gas.

Esta amplificación obedece a que más de dos terceras partes del consumo de energía es atribuible a su uso indirecto en las fases iniciales de la producción. El gráfico C muestra los 25 sectores que hacen un uso más intensivo de la energía en la zona del euro, medido por el porcentaje de insumo procedente de las industrias de suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado, después de separar las fuentes directas de insumo del uso indirecto a través de los insumos de otros sectores. Muchos sectores industriales hacen un uso directo considerable (en particular, la minería y los sectores de metales y minerales). Otros utilizan gas y electricidad principalmente de forma indirecta, sobre todo los sectores industriales que intervienen en las fases finales de la cadena de producción (como los relacionados con la fabricación de metales, alimentos, textiles, equipo eléctrico, maquinaria y equipo, y vehículos automotores), pero también sectores de servicios (transporte, suministro de agua, y alojamiento y servicio de comidas). El insumo total procedente de las industrias de suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado es especialmente relevante en los sectores de metales comunes, explotación de minas y canteras, papel e impresión, y productos químicos.

## Gráfico C

### Uso directo e indirecto de gas y electricidad por sector

(porcentaje de la producción total en 2018)



Fuentes: Base de datos Trade in Value Added (TIVA) 2021 de la OCDE y cálculos del BCE.

Nota: El gráfico C muestra los 25 sectores que hacen un uso más intensivo de la energía, medido por el porcentaje de insumo procedente de las industrias de suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado, según la Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas (CIIU), Rev. 4.

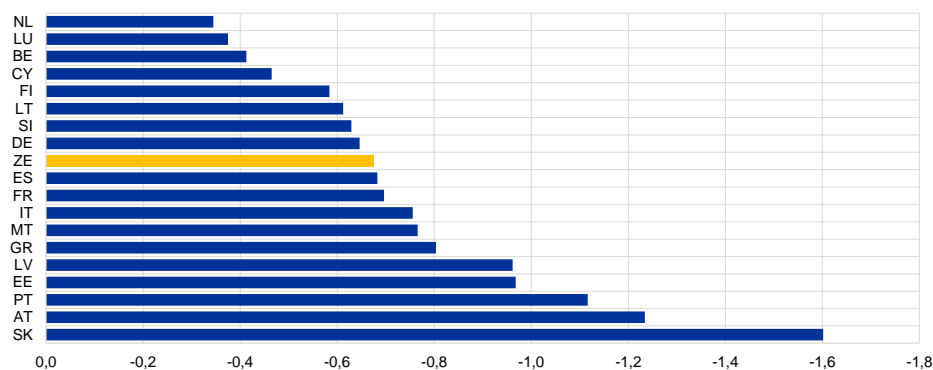
**En relación con las interrupciones del suministro, se estima que el impacto directo e indirecto en el sector empresarial de una hipotética perturbación relacionada con el recorte del suministro de gas en un 10 % reduciría el valor añadido bruto de la zona del euro en alrededor de un 0,7 %.** Para evaluar el

efecto del recorte de suministro, asumimos, a título ilustrativo, una caída del 10 % en la producción del sector de suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado para los procesos productivos de todos los demás sectores. Como se muestra en el gráfico B, este sector es, con diferencia, el consumidor directo más importante de gas y su actividad consiste en gran medida en distribuir gas natural y transformarlo en electricidad. Los efectos se calculan comparando el valor añadido derivado de una estructura insumo-producto con coeficientes enteros con el valor añadido derivado de una estructura insumo-producto hipotética en la que el suministro final e intermedio a la zona del euro procedente del sector de suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado se recorta un 10 %. Cabe señalar que el alcance de este ejercicio es limitado en el sentido de que no tiene en cuenta el impacto de las variaciones de los precios, la complementariedad, la sustitución o los efectos de segunda vuelta y de equilibrio general. El gráfico D ilustra las pérdidas estimadas para los países de la zona del euro. El ejercicio contable sugiere que el valor añadido bruto en la zona del euro podría ser un 0,7 % inferior en este escenario de recorte y que las pérdidas serían especialmente significativas en los países en los que la producción depende en mayor medida del gas y en los que la producción de la propia industria de suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado tiene un peso considerable en el valor añadido.

## Gráfico D

Impacto de un recorte del 10 % en el suministro de gas sobre el valor añadido bruto, según simulaciones de insumo-producto

(diferencia en el valor añadido, en porcentaje)



Fuentes: Base de datos Trade in Value Added (TIVA) 2021 de la OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los impactos en los países se estiman comparando la producción obtenida de una estructura insumo-producto con coeficientes enteros con la producción obtenida de una estructura insumo-producto en la que la producción de la industria de suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado en la zona del euro es un 10 % inferior.

### Un marco alternativo para evaluar el impacto macroeconómico del encarecimiento del gas es utilizar modelos de equilibrio general con una representación rica en energía.

El bloque rico en energía del modelo econométrico NIGEM (National Institute Global Econometric Model) permite llevar a cabo una evaluación ilustrativa del impacto de la notable subida de los precios del gas (y del petróleo) sobre la actividad de la zona del euro. El NIGEM distingue cuatro tipos de energía: petróleo, gas, carbón y renovables. Aunque no hay un mecanismo directo para un recorte de la cantidad de suministro, pueden calcularse los impactos simulados en la actividad mediante la aplicación de perturbaciones en los precios globales de la energía utilizando los perfiles actuales de los precios al contado y de los futuros. Las estimaciones basadas en el NIGEM sugieren que un aumento permanente de una desviación típica en los precios del gas natural a partir del primer trimestre de 2021 se traduciría en una desviación del PIB de la zona del euro de alrededor del 0,2 % con respecto a los niveles de referencia en el horizonte de proyección estándar de tres años (en ausencia de efectos tipo de cambio y respuestas de políticas).

### Las simulaciones contrafactuales basadas en una escalada de los precios del petróleo y del gas desde principios de 2021 señalan un impacto negativo considerable en la actividad de la zona del euro en 2022, que alcanzaría su máximo en el primer trimestre.

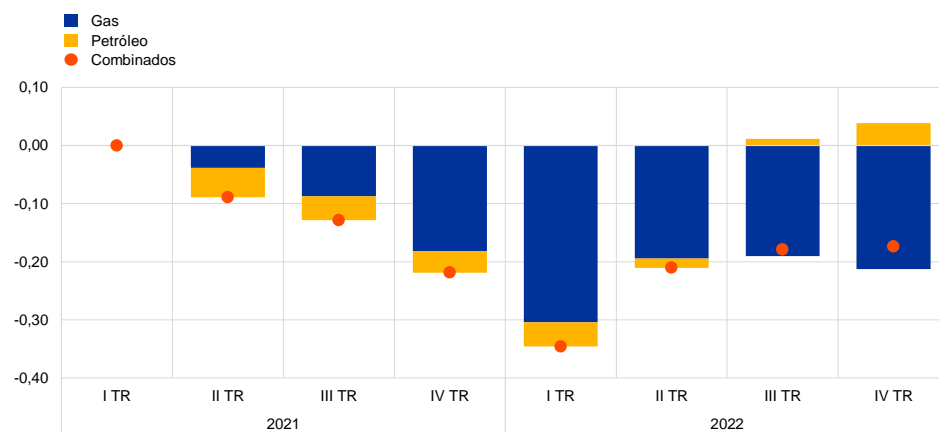
A fecha de cierre de datos para las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, los precios al contado y de los futuros del petróleo y del gas en la zona del euro sugerían que el precio del gas natural en la zona probablemente alcanzaría un máximo en el primer trimestre de 2022, situándose casi un 600 % por encima de los niveles del primer

trimestre de 2021, y después caería significativamente<sup>1</sup>. Condicionadas a estas trayectorias<sup>2</sup>, y bajo supuestos estándar de simulación que excluyen efectos tipo de cambio y respuestas de políticas, las simulaciones mecánicas utilizando el NIGEM señalan que la actual escalada de los precios del petróleo y del gas podría reducir el PIB de la zona del euro alrededor de un 0,2 %, en comparación con los niveles de referencia del PIB (gráfico E), a finales de 2022. Aunque el impacto proporcional del encarecimiento del gas suele ser sustancialmente inferior al impacto asociado a las subidas del precio del petróleo, la extraordinaria magnitud de los incrementos del precio del gas observados en los futuros de la energía hace que, esta vez, el precio de esta materia prima sea el principal determinante del impacto adverso sobre el PIB de la zona del euro.

### Gráfico E

#### Simulación de los impactos de la actual evolución de los precios de la energía en el PIB de la zona del euro

(desviación con respecto a los niveles de referencia, en porcentaje)



Fuentes: Bloomberg, National Institute Global Econometric Model (NIGEM) y cálculos del BCE.

Nota: El gráfico muestra el impacto simulado sobre el PIB de la zona del euro de las desviaciones de los precios de la energía a partir de los niveles del primer trimestre de 2021, sin incluir efectos tipo de cambio y respuestas de políticas.

<sup>1</sup> Mientras que los aumentos del precio del petróleo en comparación con su nivel del primer trimestre de 2021 (que es equivalente, en general, a las medias nominales del período 2017-2019) están en consonancia con los patrones históricos (observados por última vez en el período anterior y posterior a la crisis financiera mundial), la escalada reciente del precio del gas se aleja mucho de desviaciones anteriores. A la fecha de este recuadro, el precio del gas aún mostraba una elevada volatilidad, pese a que los precios al contado en enero cayeron a alrededor de la mitad de los valores que mostraban los futuros en diciembre.

<sup>2</sup> Los perfiles utilizados en estas simulaciones reflejan las medias trimestrales de los perfiles mostrados en el gráfico A del recuadro 3 titulado «Evolución de los precios de las materias primas energéticas y sus implicaciones para las proyecciones del componente energético del IAPC» en las [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro](#) de diciembre de 2021, publicadas en el sitio web del BCE el 16 de diciembre de 2021.

## 5 El papel de la migración en la débil evolución de la población activa durante la pandemia de COVID-19

Katalin Bodnár y Derry O'Brien

**Es posible que la evolución más débil de lo esperado de la población activa durante la pandemia de coronavirus (COVID-19) refleje, en parte, una reducida inmigración neta.** En el tercer trimestre de 2021, la población activa de la zona del euro se recuperó hasta situarse, aproximadamente, en el nivel previo a la pandemia, observado en el cuarto trimestre de 2019<sup>1</sup>. Con todo, se mantiene muy por debajo del previsto antes de la irrupción del COVID-19, lo que refleja el fuerte impacto de la pandemia en la dinámica tanto de la población en edad de trabajar como de la tasa de actividad<sup>2</sup>. Un factor que puede haber contribuido a ello es la escasa inmigración neta, derivada de un flujo migratorio de entrada moderado y del hecho de que algunos trabajadores extranjeros se hayan reasentado en sus países de origen. En este recuadro, que aúna la información disponible sobre migración para los países de la zona del euro, se analiza el papel de la migración en la débil evolución de la población activa durante la pandemia y sus implicaciones a más largo plazo.

**La reducida inmigración neta explica, en parte, el estancamiento de la población en edad de trabajar.** Se suele considerar que la evolución de esta población es independiente del ciclo económico<sup>3</sup> y se ve influida por dos factores: las entradas y salidas naturales de residentes del grupo de población con edades comprendidas entre 15 y 74 años y la inmigración neta de personas de entre 15 y 74 años. Antes de la pandemia la población en edad de trabajar iba en aumento y se preveía que siguiera creciendo hasta 2024, aunque a un ritmo más moderado<sup>4</sup>. Esta previsión se basaba en un flujo neto más moderado o incluso negativo de entradas y salidas naturales de residentes de entre 15 y 74 años, unido a una contribución positiva de los flujos netos de inmigración a la población en edad de trabajar, que compensaría con creces cualquier caída del número de residentes en edad laboral. Sin embargo, desde la irrupción de la pandemia, estos flujos han sido mucho menores de lo esperado, lo que se ha traducido en que la población en edad de trabajar muestre un perfil prácticamente plano (gráfico A).

<sup>1</sup> Según datos de las estadísticas sociales europeas integradas (IESS, por sus siglas en inglés) de la UE, la población activa en el tercer trimestre de 2021 se situaba un 0,2 % por debajo del nivel observado en el cuarto trimestre de 2019, como también señalan los datos procedentes de la encuesta de población activa de la UE. En el resto del recuadro se emplea esta última fuente de datos, dado que ofrece el grado de desagregación necesario.

<sup>2</sup> En cuanto a los factores determinantes de las variaciones recientes de la tasa de actividad, véase el recuadro titulado «Evolución de la oferta de trabajo en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021.

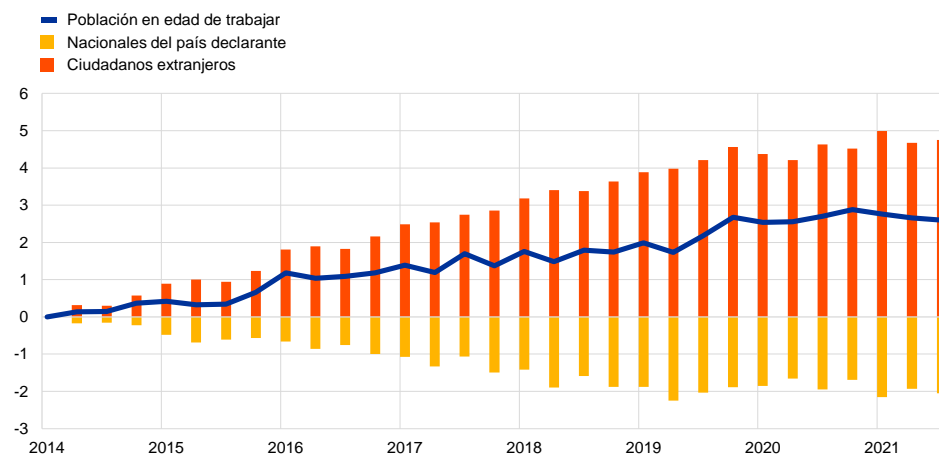
<sup>3</sup> Véase, por ejemplo, la nota 8 a pie de página de K. Havik, K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, R. Werner, A. Rossi, A. Thum-Thysen y V. Vandermeulen, «[The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps](#)», *Economic Papers*, n.º 535, noviembre de 2014.

<sup>4</sup> El escenario de referencia de las proyecciones de Eurostat, elaborado antes de la pandemia, preveía un descenso de la población en edad de trabajar a partir de 2024.

## Gráfico A

### Población en edad de trabajar en la zona del euro

(millones; variación acumulada desde el primer trimestre de 2014)



Fuentes: Encuesta de población activa de la UE de Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La desagregación presentada se basa en la nacionalidad. «Ciudadanos extranjeros» se refiere a las personas que no viven en el país del que son nacionales (es decir, se considera que los nacionales de un determinado país de la zona del euro que residen en otro país de la zona son ciudadanos extranjeros).

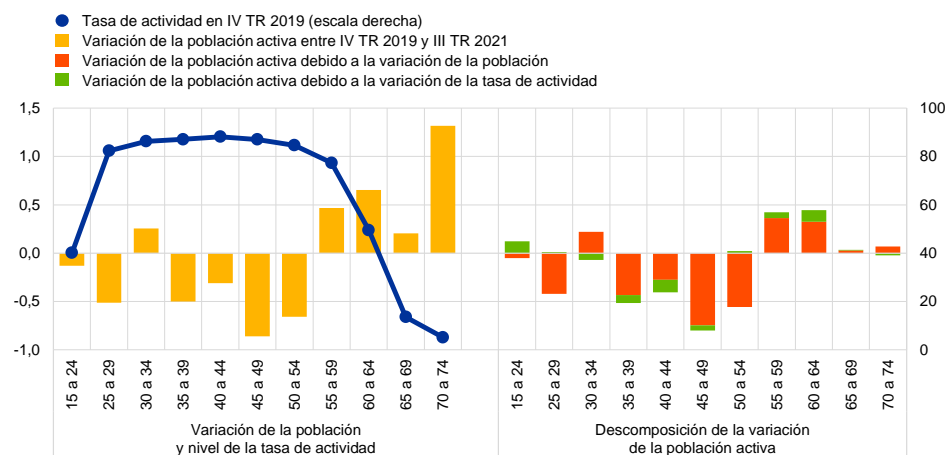
**La disminución de la población activa de entre 25 y 54 años se debe fundamentalmente al envejecimiento secular de la población, pero también puede reflejar, en parte, la moderación de los flujos migratorios de entrada.** En general, desde la irrupción de la pandemia, la población de las cohortes de entre 25 y 54 años, que suelen tener una tasa de actividad relativamente elevada, ha experimentado un descenso acusado en paralelo al incremento observado en la población con edades comprendidas entre 55 y 64 años, que presentan una tasa de actividad baja (gráfico B). Estas dinámicas por cohortes de edad están relacionadas, en cierta medida, con tendencias demográficas generales que obedecen al envejecimiento de la población. De hecho, el tamaño de las cohortes que abandonan el grupo de edades comprendidas entre 25 y 54 años y pasan a formar parte del colectivo de 55 a 64 años es mayor que el de las que se incorporan al primer grupo. Con todo, es probable que esta evolución también refleje las tendencias migratorias registradas durante la pandemia, ya que los migrantes que llegan a la zona del euro suelen pertenecer a la franja de 25 a 54 años.



## Gráfico B

Factores que influyen en la población activa, por grupos de edad, y descomposición de la variación de la población activa entre el cuarto trimestre de 2019 y el tercer trimestre de 2021

(escala izquierda: millones; variación acumulada desde el cuarto trimestre de 2019; escala derecha: porcentaje de población)



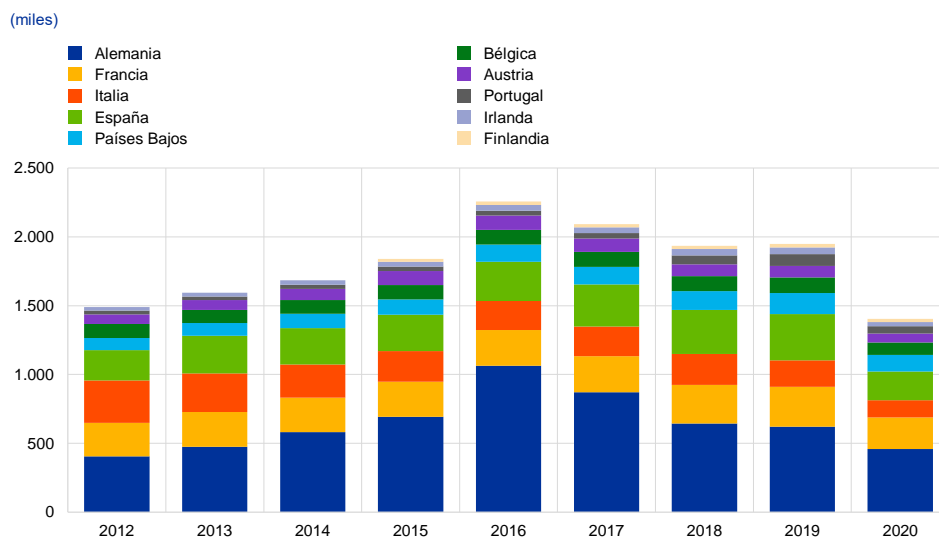
Fuentes: Estadísticas sociales europeas integradas de Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Las series están desestacionalizadas.

**La variación de la inmigración neta a la zona del euro se situó por debajo del incremento tendencial observado antes de la pandemia.** Dadas las limitaciones de datos y la aplicación en curso del reglamento de estadísticas sociales europeas integradas (IESS, por sus siglas en inglés)<sup>5</sup>, solo se pueden extraer conclusiones provisionales sobre cómo han evolucionado los flujos migratorios durante la pandemia. Se utiliza la información procedente de la encuesta de población activa de la UE (EU-LFS, por sus siglas en inglés), ya que los datos subyacentes están desagregados por nacionalidad. Según esta encuesta, el número de ciudadanos extranjeros en edad de trabajar en la zona del euro se ha mantenido prácticamente sin cambios desde el principio de la pandemia, lo que contrasta con la tendencia al alza observada en los años anteriores. Esta desaceleración se debió, en parte, a una caída acusada del número de migrantes permanentes de nacionalidad extranjera —sobre todo de países de la UE no pertenecientes a la zona del euro— que llegaron a la zona del euro en 2020, un fenómeno compartido por muchos países de la zona (gráfico C).

<sup>5</sup> Es posible que las estadísticas oficiales no recojan toda la migración, un problema que puede haberse acentuado durante la pandemia. En la EU-LFS, los hogares se emplean como unidades de muestreo, pero algunos migrantes —sobre todo los temporeros— no viven en hogares en el país de destino. Asimismo, puede que los migrantes no figuren en las estadísticas cuando solo permanecen en el país por un breve espacio de tiempo (por ejemplo, ciertos países no recopilan datos sobre estancias iguales o inferiores a doce meses). En algunos países, esta encuesta no refleja adecuadamente la nacionalidad; con todo, estas estadísticas son coherentes con los datos de población activa utilizados de forma general. Por último, las estadísticas oficiales sobre migración suelen publicarse con mucho retraso.

### Gráfico C

#### Entradas de migrantes permanentes de nacionalidad extranjera en una muestra de países de la zona del euro



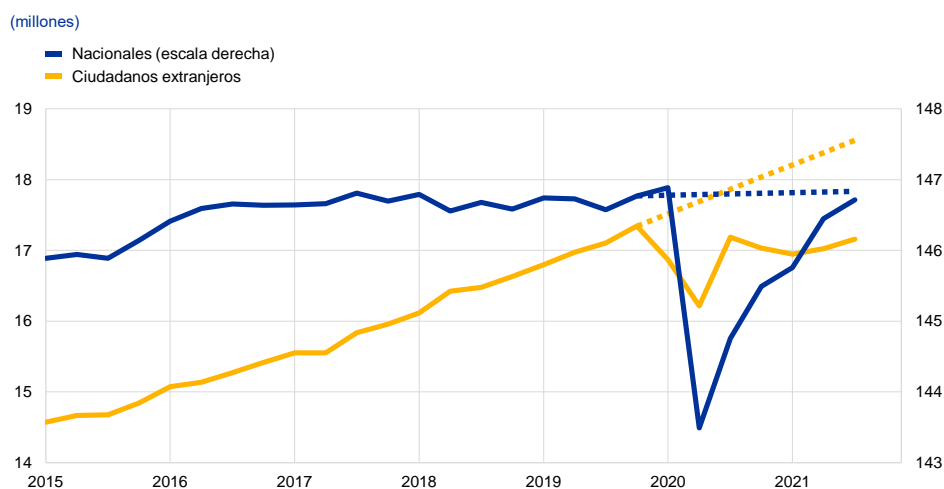
Fuente: *International Migration Outlook 2021* de la OCDE.

Notas: Solo se incluye a ciudadanos extranjeros. Las entradas incluyen cambios en la condición migratoria, es decir, personas que entraron en el país de forma temporal y que posteriormente obtuvieron un permiso de residencia a más largo plazo.

**La población activa de ciudadanos extranjeros en la zona del euro se cifra en unos 0,2 millones de efectivos menos que antes de la pandemia, pero se sitúa muy por debajo de su tendencia previa a la pandemia.** Aunque estos datos están sujetos a cierto grado de incertidumbre, la caída del número de ciudadanos extranjeros con respecto al período anterior a la pandemia parece explicar más de 0,1 puntos porcentuales del retroceso del 0,2 % observado en la población activa (gráfico D). Esto obedece, principalmente, a una menor oferta de trabajadores extranjeros de edades comprendidas entre 25 y 54 años y más jóvenes. La tasa de paro de los ciudadanos extranjeros también aumentó en bastante mayor medida que la de los nacionales (3,1 puntos porcentuales y 0,9 porcentuales, respectivamente, entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2021), debido a la naturaleza más cíclica de la tasa de desempleo de los ciudadanos extranjeros. Es probable que la mayor tasa de paro de estos últimos provocara un flujo de salida más intenso, al tiempo que habría tenido un efecto disuasorio para potenciales migrantes a la zona del euro.

## Gráfico D

### Población activa en la zona del euro, por nacionalidad



Fuente: Encuesta de población activa de la UE de Eurostat.

Notas: Datos desestacionalizados por el BCE. Las líneas discontinuas muestran una extrapolación de la tendencia previa a la pandemia de la evolución de la población activa (entre el primer trimestre de 2018 y el cuarto trimestre de 2019). La última observación corresponde al tercer trimestre de 2021.

#### Los flujos migratorios durante la pandemia se vieron influidos por varios

**factores.** Puede que las peores perspectivas de empleo y la incertidumbre generalizada inducidas por la pandemia hayan tenido un efecto disuasorio para los potenciales inmigrantes. Además, es probable que las restricciones a los viajes dificultaran la llegada de migrantes y también pueden haber provocado algunas salidas (por ejemplo, de los que retornaron a sus países de origen por temor a no poder regresar de visita)<sup>6</sup>. El porcentaje de ciudadanos extranjeros es relativamente alto en sectores que se han visto muy afectados por las medidas de confinamiento, como la hostelería (gráfico E). Además, en general, estos suelen trabajar en condiciones menos favorables<sup>7</sup> y a menudo con contratos temporales, por lo que tienen más posibilidades de ser despedidos. Asimismo, es menos probable que puedan acogerse a programas de mantenimiento del empleo o a otros programas de apoyo público. Es posible que hayan intervenido algunos factores que contrarrestaran, al menos en parte, los mencionados anteriormente. Así, la proporción de trabajadores extranjeros en algunos sectores esenciales (como el comercio minorista y el sanitario) es elevada en términos relativos, lo que puede haber sostenido su empleo<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Para solucionar este problema, en algunos casos el desplazamiento internacional de los temporeros se facilitó a través de acuerdos bilaterales. Véase también «Essential but unprotected: highly mobile workers in the EU during the Covid-19 pandemic», ETUI Policy Brief, n.º 9, 2020.

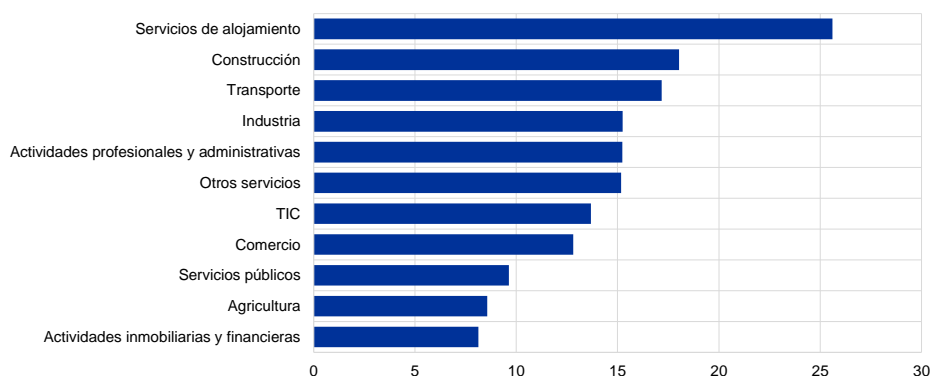
<sup>7</sup> Véase el artículo titulado «Labour supply and employment», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2018.

<sup>8</sup> Véase, por ejemplo, L. Bossavie, D. Garrote Sanchez, M. Makovec y Ç. Özden, «Immigration and natives' exposure to COVID-related risks in the EU», VoxEU Column, 1 de septiembre de 2021.

## Gráfico E

### Proporción de ciudadanos extranjeros ocupados en 2019, antes de la pandemia, por sectores

(porcentaje del empleo total)



Fuentes: Encuesta de población activa de la UE de Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Basado en microdatos agregados de once países de la zona del euro (Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia).

**Puede que la proporción de ciudadanos extranjeros en el empleo total de la zona del euro converja gradualmente hacia los niveles esperados antes de la pandemia, pero, en conjunto, los riesgos apuntan a la baja.** Es probable que los flujos migratorios de entrada aumenten conforme el canal internacional de búsqueda de vacantes e intermediación entre ofertas y demandas de empleo se recupere de forma paulatina. Asimismo, estos flujos podrían recibir un impulso temporal cuando los inmigrantes potenciales que están esperando a que remitan el riesgo de contagio y la amenaza de nuevas medidas de confinamiento decidan venir a trabajar a la zona del euro. Con todo, también puede suceder que algunos migrantes que regresaron a sus países de origen se hayan reasentado allí de manera permanente, lo que podría reflejar un replanteamiento del equilibrio entre la vida laboral y la personal o la mejora de las oportunidades de empleo en sus respectivos países. Los acuerdos de teletrabajo ofrecidos por empleadores de la zona del euro también podrían favorecer este reasentamiento. En general, las perspectivas relativas a los flujos migratorios durante el horizonte de proyección y posteriormente siguen sujetas a un grado elevado de incertidumbre<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Las proyecciones de flujos migratorios de Eurostat actualmente disponibles no consideran el impacto de la perturbación del COVID-19.

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

Johannes Gareis, Richard Morris y Moreno Roma

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos entre el BCE y representantes de 74 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 10 y el 19 de enero de 2022<sup>1</sup>.

**Los contactos señalaron una demanda fuerte o en crecimiento en la mayoría de los sectores, pero muchos afirmaron que las restricciones de oferta continuaban limitando su capacidad para atenderla.** A este respecto, en los últimos meses se habían producido pocos cambios. Los contactos del sector de manufacturas siguieron indicando 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 que afectaba al sector del automóvil (tras la propagación de la variante delta del coronavirus [COVID-19] en Asia durante el verano) se atenuó ligeramente en el cuarto trimestre de 2021. Con todo, persistía la escasez de chips y componentes electrónicos relacionados en todo el sector. Además, el desabastecimiento esporádico de otros insumos como consecuencia de la congestión de los puertos de contenedores y de los problemas en el transporte por carretera y el almacenamiento, que afectaba a buena parte del sector, tampoco se había aliviado en los últimos meses. Por tanto, la oferta de manufacturas no lograba satisfacer la demanda de los consumidores finales. Como consecuencia de ello, las existencias de insumos y productos acabados eran escasas, mientras que las de productos semielaborados (y mercancías en tránsito) tendían a ser altas. Los contactos del sector de la construcción y actividades inmobiliarias también mencionaron la fortaleza de la demanda, especialmente en el pujante segmento residencial. A pesar de la propagación de la variante ómicron desde noviembre, los contactos del sector servicios transmitieron una valoración relativamente optimista de la situación económica. En el caso de los viajes y el turismo, pese a alguna interrupción, la tendencia seguía siendo de recuperación de la demanda, a lo que había contribuido, entre otros factores, la reanudación de los viajes a Estados Unidos en noviembre. Por su parte, los contactos del sector del comercio minorista señalaron que la reducida afluencia en tiendas se compensaba con una mayor ratio de ventas por cliente y con el fuerte crecimiento continuado de la actividad *online*. Los contactos de otras ramas de los servicios también indicaron que la actividad estaba creciendo, con especial intensidad en los sectores relacionados con la digitalización (sector tecnológico, consultoría) y los servicios de empleo.

**De cara al futuro, la mayoría de los contactos siguieron mostrándose optimistas sobre las perspectivas relativas a la actividad en 2022.** La propagación de la variante ómicron causaría una moderación de la actividad en las

<sup>1</sup> Para más información sobre las características y la finalidad de estos contactos, véase el artículo titulado «[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

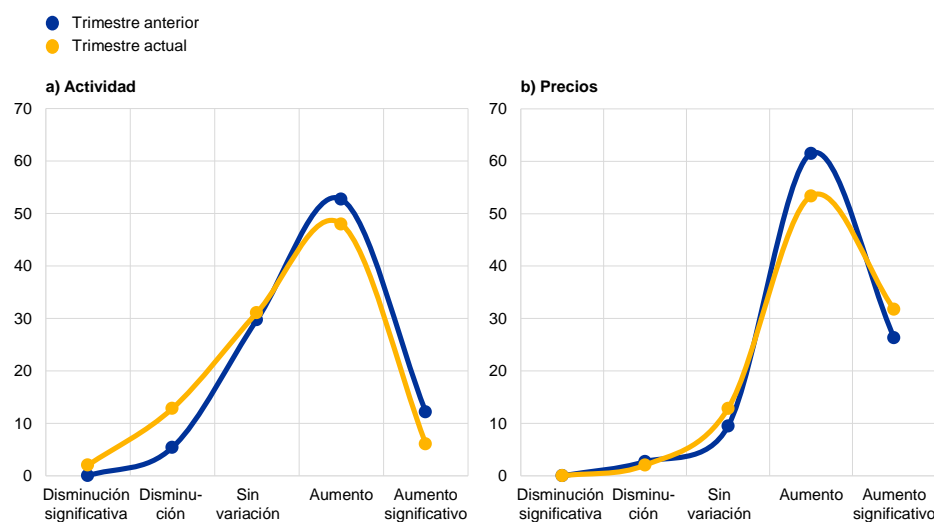
semanas siguientes, pero los contactos esperaban que su efecto fuera relativamente efímero. Más adelante, las sólidas carteras de pedidos sostendrían la actividad en el sector manufacturero durante varios meses, mientras que la relajación de las medidas de contención del COVID-19 —una vez superada la última ola de la pandemia— daría un nuevo impulso a la recuperación de los servicios que dependen de la interacción social. En este sentido, los contactos del sector de turismo y viajes preveían un verano de 2022 relativamente normal. El principal riesgo para estas perspectivas favorables era que la incidencia de una inflación más elevada y/o más persistente (especialmente la factura energética) redujera la renta real disponible de los hogares y, como consecuencia, frenara la demanda de consumo final. La reciente extensión de la variante ómicron también retrasó las expectativas de normalización de las disrupciones que afectaban a las cadenas de suministro —la mayoría de los contactos no esperaban que se produjese hasta dentro de al menos seis meses o incluso un año—.

**Los contactos continuaron comunicando un mayor tensionamiento de las condiciones del mercado de trabajo.** Había una fuerte demanda de trabajo y, además, cierta escasez de oferta, si bien la situación presentaba notables variaciones entre empresas, sectores y zonas geográficas. Aunque la pandemia influía (obligando o animando a los trabajadores a trasladarse a otros sectores, a reequilibrar su vida laboral y personal o a retornar a sus países de origen en el caso de los trabajadores migrantes), también existía un déficit más estructural en algunos sectores y para determinados perfiles. La aceleración del proceso de digitalización y descarbonización ha generado una demanda generalizada de trabajadores con competencias específicas, que hasta la fecha los sistemas educativos no estaban proporcionando en cantidad suficiente. Mientras tanto, los contactos señalaron que las personas se mostraban más reacias a aceptar trabajos que consideraban poco atractivos (por ejemplo, con turnos, al aire libre o con la obligación de viajar periódicamente). Casi todos los contactos indicaron una tasa de abandono superior a la normal, posiblemente causada, en parte, por la adopción del reclutamiento por internet (que acelera el proceso) y la prevalencia del teletrabajo, que ha eliminado o reducido las limitaciones geográficas de algunos puestos de trabajo de alta cualificación.

## Gráfico A

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

(porcentaje de empresas contactadas)



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 cuarto 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 primer trimestre de 2022.

#### La mayoría de los contactos indicaron un ascenso de los precios y un entorno de fijación de precios más dinámico, especialmente en el sector industrial. La

mayor parte de los contactos de los sectores de las manufacturas y la construcción afirmaron que los precios de venta habían subido en el último trimestre de 2021, en algunos casos de forma considerable, y que volverían a hacerlo en el primer trimestre de 2022. El efecto del aumento de los precios de muchas materias primas y de los costes logísticos en 2021 seguía transmitiéndose a través de la cadena de valor, y el entorno de demanda continuaba siendo muy propicio para trasladar esos costes a los precios en la mayoría de los sectores. Los precios de la energía habían aumentado con fuerza a finales de 2021, lo que, para muchas empresas, causaría un nuevo incremento de los costes y los precios en 2022. Muchos contactos señalaron que los precios se estaban ajustando con mayor frecuencia que en el pasado para evitar una reducción de los márgenes, y esperaban nuevas subidas durante buena parte de 2022. Los precios también estaban subiendo en muchas ramas de servicios, no solo en los sectores orientados a las empresas, como el transporte y la consultoría, sino también en otros dirigidos a los consumidores, como las telecomunicaciones. Los contactos del comercio minorista o relacionados con él seguían considerando que la fuerte competencia y el crecimiento del comercio electrónico limitaban en cierta medida la traslación del alza de los costes a los precios finales de consumo, aunque esperaban que los precios de venta siguieran avanzando en los próximos meses.

#### Los contactos esperaban, en su mayoría, que el crecimiento de los salarios se recuperara ligeramente este año. Esto reflejaba cierto grado de convergencia de

los salarios tras la (práctica) congelación salarial en muchas empresas en 2020 o

2021 como consecuencia de la pandemia, las tensiones observadas en el mercado de trabajo en algunas zonas y el aumento del coste de la vida, especialmente debido a unos precios energéticos que resultaban muy visibles en las facturas de los hogares. Con respecto a esto último, algunos contactos recalcaron la importancia de que los convenios colectivos tuvieran en cuenta la evolución de la inflación media esperada y no los máximos mensuales impulsados por los volátiles precios energéticos. Por lo general, los contactos indicaron que esperaban que los incrementos salariales medios pasaran desde los valores próximos al 2 % observados recientemente hasta el 3 % o posiblemente un porcentaje más alto este año. Se describieron o se preveían tasas de inflación salarial considerablemente más altas en relación con los puestos de trabajo para los que resultaba complicado encontrar trabajadores y retenerlos, por ejemplo, en la construcción y el transporte por carretera, y puestos de expertos informáticos e ingenieros de *software*.



## Los costes de la vivienda: percepciones según encuestas y señales de las estadísticas de precios

David Wittekopf, Friderike Kuik, Omiros Kouvavas y Gerrit Koester

**Un tema recurrente del evento «El BCE te escucha» que se organizó en el contexto de la revisión de la estrategia de política monetaria fue la accesibilidad a la vivienda, junto con la argumentación de que sería más correcto incluir los costes relacionados en el IAPC<sup>1</sup>.** Más del 80 % de los encuestados consideraron que el aumento del coste de la vivienda era relevante a la hora de medir la inflación. En la revisión de la estrategia se dio respuesta a esta cuestión sugiriendo la inclusión de los costes de la vivienda en régimen de propiedad en la medición de la inflación aplicando el criterio de la adquisición neta<sup>2</sup>.

**Sin embargo, las percepciones de los costes de la vivienda pueden analizarse utilizando diferentes fuentes de datos.** En este recuadro se examinan las percepciones de los costes de la vivienda entre los arrendatarios y los propietarios sobre la base de microdatos de encuestas, se comparan con la evolución de los costes de la vivienda según estadísticas macroeconómicas de precios y se ilustran las diferencias conceptuales entre diversas medidas que son importantes en la interpretación de los datos.

**Las encuestas de consumidores son una fuente primordial para conocer las percepciones de los costes de la vivienda en los países de la zona del euro.** El panel a del gráfico A muestra la ratio de costes de la vivienda en relación con la renta disponible basada en las estadísticas de la Unión Europea sobre la renta y las condiciones de vida (EU-SILC, por sus siglas en inglés) de 2019 (el último año para el que se dispone de datos)<sup>3</sup> y en la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) del BCE, en la que se dispone de datos más actualizados (últimos datos: octubre de 2021). La diferencia entre las dos encuestas reside en parte en las definiciones, en el grado de incertidumbre que entrañan las mediciones y, lo que es más importante, en la evolución durante la pandemia de coronavirus (COVID-19) (que no se refleja en la EU-SILC dada la fecha de la encuesta).

<sup>1</sup> Véase «El BCE te escucha – Resumen de las respuestas recibidas a través del portal «El BCE te escucha»». Los resultados de la encuesta se recopilaron entre el 24 de febrero y el 31 de octubre de 2020.

<sup>2</sup> Para más información sobre el resultado de la revisión de la estrategia y el índice de precios relacionado, véase el artículo titulado «Owner-occupied housing and inflation measurement» en este Boletín Económico.

<sup>3</sup> Los datos de la EU-SILC correspondientes a Italia se refieren a 2018, pues no hay datos disponibles para 2019.

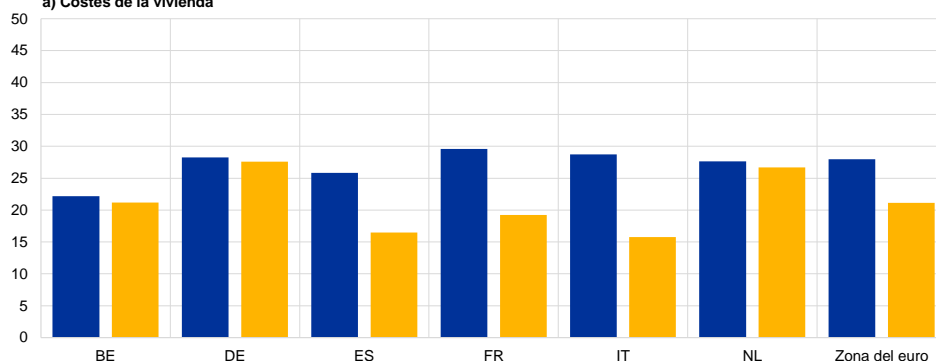
## Gráfico A

Relación entre los costes de la vivienda declarados y la renta disponible, y proporción de hogares con una carga excesiva de costes de vivienda en una selección de países de la zona del euro

(porcentajes)

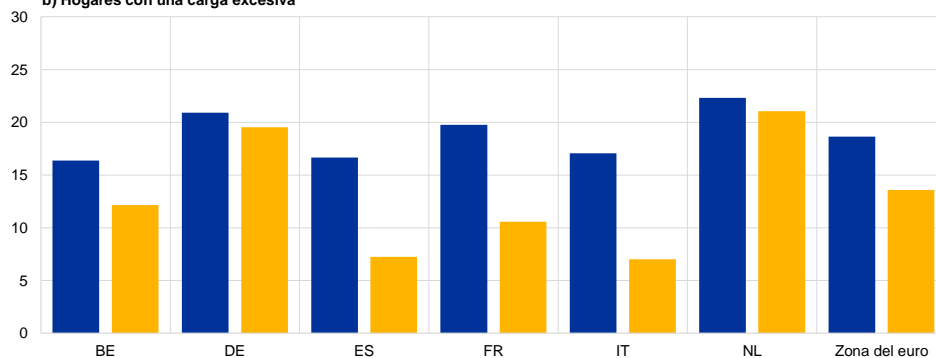
■ Peso de los costes de la vivienda en la renta disponible 2021 – CES  
■ Peso de los costes de la vivienda en la renta disponible 2019 – EU-SILC

### a) Costes de la vivienda



■ Sobrecarga 2021 – CES  
■ Sobrecarga 2019 – EU-SILC

### b) Hogares con una carga excesiva



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de la CES se refieren a octubre de 2021, mientras que los de la EU-SILC se basan en la publicación de 2020. Las medidas de la EU-SILC y de la CES se basan en los microdatos respectivos. La medida de la sobrecarga está extraída también de los microdatos y refleja la relación entre los costes de la vivienda declarados y la renta disponible. La proporción de hogares con una carga excesiva es el porcentaje de hogares cuyos costes de vivienda superan el 40 % de la renta disponible.

**Ambas encuestas indican que los costes de la vivienda son el componente principal del gasto de los hogares y que, de hecho, muchos hogares perciben que es difícil acceder a una vivienda.** Según los datos de la EU-SILC, los costes de la vivienda en la zona del euro supusieron, en promedio, el 21 % de la renta disponible en 2019, con una heterogeneidad considerable entre países. Entre los principales países de la zona del euro, la relación entre los costes de la vivienda y la renta disponible se situaba sustancialmente por encima de la media de la zona del euro en Alemania y en los Países Bajos, pero notablemente por debajo en Italia y en España. Los datos procedentes de la CES de octubre de 2021 apuntan a que esta relación media es más elevada en la zona del euro (sobre la base de datos para Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos y Bélgica), con menor disparidad

entre los países grandes que la integran<sup>4</sup>. De acuerdo con los datos de la EU-SILC de 2019, alrededor del 14 % de los hogares de la zona del euro soportan una carga excesiva de costes de la vivienda (es decir, sus costes de vivienda superan el 40 % de su renta disponible), nuevamente con una heterogeneidad considerable entre los grandes países de la zona del euro. Los datos de la CES de octubre de 2021 muestran un porcentaje medio más elevado de hogares que soportan una sobrecarga en la zona del euro (19 %) y, también en este caso, menor disparidad entre las grandes economías de la zona.

**Existen diferencias conceptuales importantes entre los tipos de costes de la vivienda incluidos en las percepciones y en las estadísticas de precios.** Como se explica en el artículo titulado «Owner-occupied housing and inflation measurement» de este Boletín Económico, hay diversas formas de medir la evolución de los precios. Algunos criterios (como el de la adquisición neta) se basan directamente en el coste de adquisición de la vivienda, que está muy relacionado con los precios de la vivienda. Otros criterios (pagos, coste de uso, equivalencia del alquiler) se basan en el coste continuado de utilizar una vivienda en propiedad o su precio en la sombra. En la práctica, las medidas resultantes divergen significativamente. Los índices de precios de la vivienda en régimen de propiedad (OOHPI, por sus siglas en inglés) siguen el criterio de la adquisición neta. En cambio, los costes de vivienda totales en la EU-SILC siguen un criterio de *cuasi* pago e incluyen los pagos por intereses hipotecarios (para viviendas en propiedad), los alquileres (para viviendas en alquiler) y los costes de servicios básicos, seguros, servicios y tasas, impuestos, mantenimiento y reparaciones, pero excluyen los costes de adquisición (en el caso de viviendas en propiedad). El cuadro A divide los costes de la vivienda en tres categorías (costes que solo afectan a la vivienda en alquiler), costes que solo afectan a la vivienda en propiedad y costes que afectan a ambos regímenes de tenencia). Los costes de la vivienda en alquiler incluidos en la EU-SILC son bastante equiparables con los incluidos en el IAPC (cuadro A). En el caso de la vivienda en propiedad, conceptualmente, la relación con las estadísticas macroeconómicas que se reflejan en los OOHPI es escasa. Y lo que es más relevante, los pagos por intereses hipotecarios se incluyen en la medida de los costes de la vivienda en propiedad de la EU-SILC, pero no en el OOHPI, mientras que otros servicios relacionados con la adquisición de vivienda, la vivienda de construcción propia y las grandes reformas, así como las compras de vivienda nueva son categorías importantes del OOHPI (con un peso total del 77 % en el índice), si bien no se incluyen en la EU-SILC. Por tanto, el solapamiento entre los costes de la vivienda en propiedad incluidos en la EU-SILC y el criterio de la adquisición neta del OOHPI es bastante limitado, lo que complica las comparaciones y limita la utilidad de los datos de la EU-SILC para valorar los costes de la vivienda en régimen de propiedad<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Dado que no hay solapamiento de datos en la EU-SILC y la CES, no está claro en qué medida las diferencias entre los datos de la EU-SILC de 2019 y los de la CES de octubre de 2021 reflejan la evolución a lo largo del tiempo o diferencias entre las encuestas.

<sup>5</sup> Para más información sobre los diferentes criterios, véase el recuadro «International practices in the treatment of owner-occupied housing in consumer price indices» del artículo titulado «[Owner-occupied housing and inflation measurement](#)» en este Boletín Económico.

## Cuadro A

Coste de la vivienda en alquiler y en propiedad y su cobertura en los OOHPI, los subagregados del IAPC y la EU-SILC

| Costes de la vivienda  | Costes de la vivienda incluidos en el IAPC                     | Costes de la vivienda incluidos en los OOHPI que se incluirían en el IAPC <sup>1)</sup> | Costes de la vivienda totales incluidos en la EU-SILC  |
|--|--|---|--|
| <b>Costes que afectan a la vivienda en alquiler</b>                |  |   |  |
| Alquileres   | Alquileres en el IAPC (7,47 %)                                 |   | Pagos por alquiler (vivienda en alquiler)  |
| <b>Costes que afectan a la vivienda en alquiler y en propiedad</b> |  |   |  |
| Costes de mantenimiento  | Mantenimiento y reparaciones (4,35 %)                          | Grandes reparaciones y mantenimiento (19,89 %)  | Mantenimiento y reparaciones periódicos  |
| Servicios básicos  | Energía (electricidad y gas) (4,28 %)                          |   | Costes de los servicios básicos (agua, electricidad, gas, calefacción)   |
| Seguros  | Seguros relacionados con la vivienda (0,32 %)                  | Seguros relacionados con la vivienda (2,64 %)   | Seguro estructural   |
| Costes de basuras/alcantarillado                                   | Recogida de basuras y tratamiento de aguas residuales (1,09 %) |   | Servicios/tasas (eliminación de aguas residuales, de basuras, etc.)  |
| Impuestos  |  |   | Impuestos sobre la vivienda  |
| <b>Costes que afectan a la vivienda en propiedad</b>               |  |   |  |
| Cuotas hipotecarias  |  |   | Pagos por intereses hipotecarios (propietarios; netos de desgravaciones fiscales, sin deducir prestaciones por vivienda) |
| Costes relacionados con la adquisición de una vivienda             |  | Otros servicios relacionados con la adquisición de viviendas (12,52 %)                  |  |
| Precios de la vivienda   |  | Viviendas de construcción propia y grandes reformas (43,40 %)                           |  |
|  |  | Compras de vivienda nueva (19,39 %)   |  |

Fuente: Eurostat.

Notas: Los costes de la vivienda totales de la EU-SILC solo están disponibles en términos agregados; no se dispone de datos o ponderaciones de componentes individuales. Para los OOHPI y los subcomponentes del IAPC, las contribuciones al índice total (ponderaciones) se indican entre paréntesis.

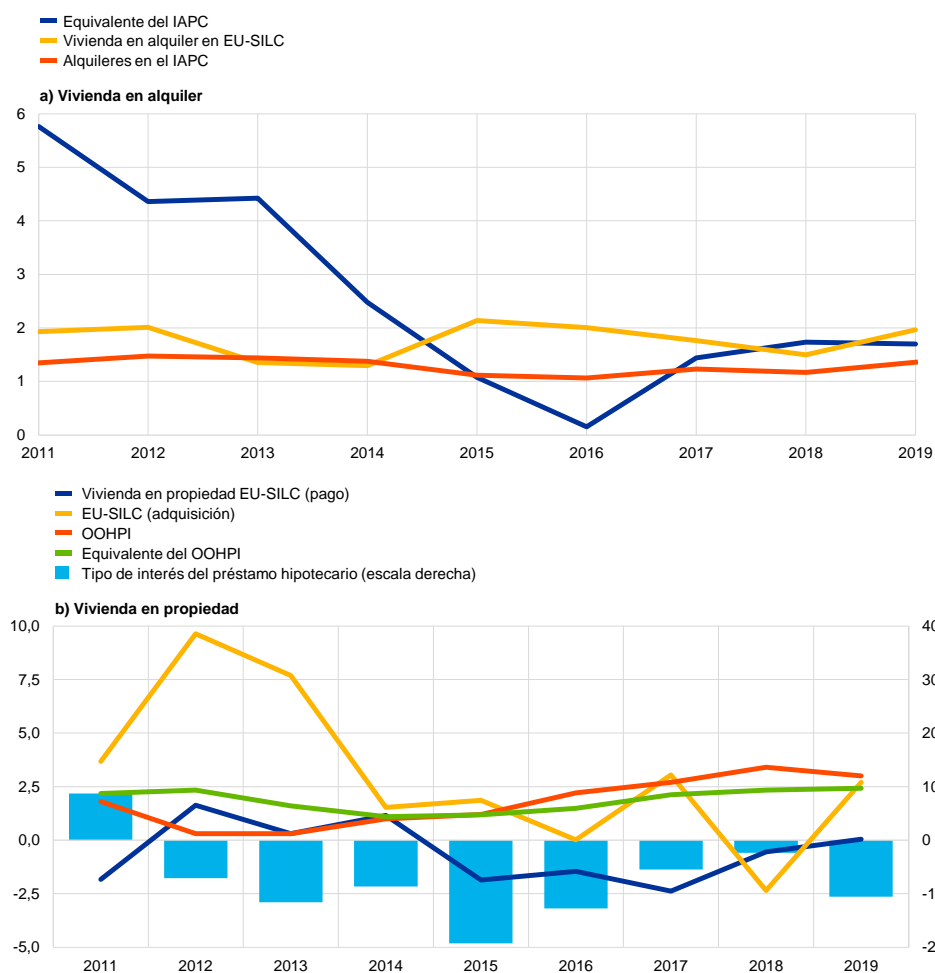
1) Para una explicación detallada de los componentes de los OOHPI y de lo que se incluiría en el IAPC según el criterio de la adquisición neta, véase el artículo titulado «Owner-occupied housing and inflation measurement» en este Boletín Económico.

**En la última década, la tasa de crecimiento de los costes estimados de la vivienda en alquiler en la zona del euro, según datos de la EU-SILC, ha sido similar a la tasa de crecimiento de los alquileres en el IAPC.** De acuerdo con la EU-SILC, los costes de la vivienda estimados agregados crecieron en torno a un 2 % durante la mayor parte del período de la muestra (panel a del gráfico B). Excepto por los tres últimos años, estos aumentos han sido algo menos acusados que los de los componentes equivalentes de los costes de la vivienda en alquiler del IAPC, si bien reflejan mejor la dinámica de los alquileres en el IAPC. Esta discrepancia puede deberse a que los participantes en la EU-SILC conocen menos los costes de servicios básicos, seguros, servicios y tasas, impuestos, mantenimiento y reparaciones que los costes de los alquileres.

## Gráfico B

Crecimiento de los costes de la vivienda declarados en comparación con algunos componentes del IAPC (vivienda en alquiler) y con algunos componentes del OOHPI y el tipo de interés del préstamo hipotecario (vivienda en propiedad)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Agregados de la zona del euro. Para obtener detalles de las series incluidas, véase el cuadro A. Se ha aplicado un método de dos fases para obtener las tasas de crecimiento de los costes de la vivienda totales por régimen de tenencia, país y año. Primero, la información de cada hogar sobre los costes de la vivienda totales se agrega utilizando las ponderaciones de los hogares de la EU-SILC a nivel país. Para calcular la tasa de crecimiento para la zona del euro, se pondera cada tasa de crecimiento específica por país-año por el tamaño del mercado de la vivienda correspondiente (gasto en vivienda en régimen de propiedad a precios actualizados). Este cálculo implica que las tasas de crecimiento de los costes de la vivienda obtenidas incluyen también los efectos, por ejemplo, de la mejora de la calidad media de la vivienda. El tipo de interés del préstamo hipotecario es «el coste de los préstamos y créditos a hogares para adquisición de vivienda – zona del euro, tasa anualizada».

**Sin embargo, el patrón de los costes de la vivienda en propiedad basado en los datos de la EU-SILC ha sido muy distinto de la evolución de los precios reflejada en el OOHPI.** Mientras que la inflación medida por el OOHPI mostró incrementos continuados a lo largo del tiempo hasta situarse en niveles claramente por encima del 2 % entre 2015 y 2019, los costes de la vivienda en propiedad declarados según la EU-SILC han sido mucho más volátiles y, en términos medios, han disminuido o aumentado mínimamente cada año desde 2016 (panel b del gráfico B). Una razón probable de la diferencia entre el OOHPI y los costes de la vivienda en propiedad basados en la EU-SILC es que los costes de otros servicios relacionados con la adquisición de vivienda, la vivienda de construcción propia y las

grandes reformas, así como las compras de vivienda nueva, que representan el grueso del incremento del OOHPI entre 2016 y 2019, no se incluyen en la medida de la EU-SILC. Además, el tipo de interés del préstamo hipotecario se incluye en la EU-SILC, pero no en el OOHPI. La significativa disminución de los tipos hipotecarios desde 2012 podría ayudar a explicar los descensos en la medida de los costes de la vivienda en propiedad de la EU-SILC.

**Si solo se consideran los hogares que han comprado recientemente una vivienda, los costes de la vivienda en propiedad de la EU-SILC están más en consonancia con la evolución del OOHPI.** Para los hogares que han adquirido un bien inmueble en los últimos años, los tipos de interés de los préstamos hipotecarios han sido bajos, mientras que los precios de la vivienda y, por tanto, a menudo también el tamaño de las hipotecas, han aumentado. Estos efectos pueden ilustrarse calculando una medida que solo muestre los costes de la vivienda en propiedad basados en la EU-SILC en el año en que se adquirió el inmueble. En esa medida, la evolución del precio de la vivienda tiene una influencia más importante en los costes de la vivienda, que, a su vez, serían una mejor aproximación de los OOHPI, en los que la evolución de los precios inmobiliarios desempeña un papel relevante. A diferencia de la medida más amplia de los costes de la vivienda en propiedad de la EU-SILC, esta medida más estrecha, aunque imperfecta, parece estar más en consonancia con la evolución del OOHPI (gráfico B).

**Una ventaja fundamental de los datos de la encuesta de la EU-SILC sobre las percepciones de los costes de la vivienda es que la evolución puede analizarse para distintos grupos de arrendatarios y de propietarios.** El aumento general de los costes de la vivienda en alquiler en 2018 y 2019 estuvo impulsado, principalmente, por los contratos de alquiler más nuevos (el crecimiento más rápido de los alquileres se registró en los contratos con una antigüedad inferior a dos años), mientras que los alquileres con arreglo a contratos con una antigüedad superior a diez años cayeron, en promedio, en esos mismos dos años (panel a del gráfico C). Atendiendo a la edad de los compradores, los inmuebles adquiridos por hogares más jóvenes se vieron afectados en mayor medida, en promedio, por las subidas de los precios. El panel b del gráfico C muestra los resultados para dos grupos de edades: 16 a 39 años y 40 años o más<sup>6</sup>. La diferencia de las tasas de crecimiento entre las dos categorías, que es similar a la de los alquileres, es significativa desde 2017, lo que refleja el mayor dinamismo del mercado de la vivienda al que se enfrentan los más jóvenes.

---

<sup>6</sup> La elección de tan solo dos grupos de edad es para garantizar que haya suficientes observaciones en cada grupo, dado el limitado tamaño de la muestra. La muestra sigue la aproximación de la adquisición descrita en las notas del gráfico C, por lo que solo se incluyen los encuestados que compraron una vivienda en el mismo año.

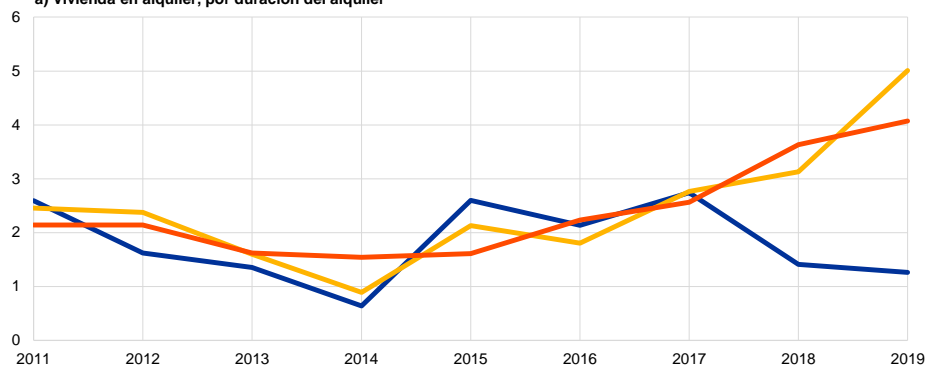
### Gráfico C

Crecimiento de los costes de la vivienda declarados, por duración del alquiler para la vivienda en alquiler, y por edad para vivienda en propiedad (aproximación de la adquisición)

(tasa de variación interanual)

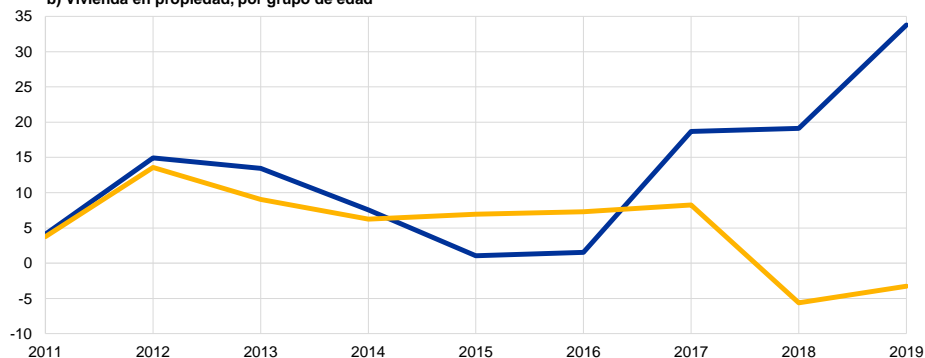
- Duración superior a 10 años
- Duración de 1-2 años
- Duración de 2-10 años

a) Vivienda en alquiler, por duración del alquiler



- 16 a 39 años
- 40 años o más

b) Vivienda en propiedad, por grupo de edad



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Ambas medidas se basan en los costes de la vivienda totales declarados. Las tasas de crecimiento se obtienen de los microdatos de la EU-SILC. Para evitar errores de medición introducidos por la posible divergencia de los períodos de referencia, se utilizan medias móviles de tres años. En el panel b, para aproximar el coste de adquisición, solo se incluyen los propietarios que compraron su vivienda en el año de referencia, y se excluye a los propietarios mayores de 70 años.

## 8 Indexación de las pensiones y salarios públicos en la zona del euro

Cristina Checherita-Westphal

**Si la respuesta de los salarios —tanto públicos como privados— y de las pensiones a un incremento de la inflación genera efectos de segunda vuelta, entonces una perturbación inflacionista puede prolongarse.** La transmisión es más probable cuando la indexación de salarios y pensiones es automática, pero también puede desempeñar un papel importante en las negociaciones salariales, especialmente en épocas de inflación elevada. Es probable que el canal de los salarios, en particular en el sector privado, sea el predominante y afecte a los precios por el lado tanto de la demanda como de la producción, mientras que las pensiones tendrán probablemente un impacto en la demanda a través de la renta disponible. Por lo que se refiere a los salarios privados, en distintos análisis efectuados recientemente por el BCE y el Eurosistema se ha llegado a la conclusión de que la probabilidad de que los sistemas de fijación de salarios desencadenen efectos de segunda vuelta como consecuencia de la indexación a la inflación es relativamente limitada en la zona del euro<sup>1</sup>, sobre todo cuando la inflación viene determinada por la subida de los precios de la energía.

**Este recuadro contiene una descripción de los sistemas de indexación de las pensiones y salarios públicos de la zona del euro.** Se basa en la información proporcionada en un cuestionario que cumplimentaron los miembros del Grupo de Trabajo de Finanzas Públicas (WGPF, por sus siglas en inglés) como parte de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021. En el recuadro se presenta también un breve análisis de la evolución de las pensiones y salarios públicos para el agregado de la zona del euro.

**El gasto público en salarios y pensiones de la zona del euro representa una parte significativa de los recursos presupuestarios, que han crecido recientemente.** En 2020, se estima que la remuneración de los asalariados públicos de la zona (remuneración de asalariados, excluidas las cotizaciones sociales a cargo de la empresa) se situó en torno al 7,8 % del PIB, mientras que las pensiones públicas por jubilación, viudedad y orfandad representaron alrededor del 12,7 %. Durante las casi dos décadas anteriores a la crisis del coronavirus (COVID-19) (2001-2019), las tasas medias de crecimiento de los salarios públicos y privados por asalariado, y de la pensión media, fueron muy similares en el agregado de la zona del euro<sup>2</sup>. Se situaron en torno al 2,2 %-2,3 %, es decir, por encima de la tasa media de inflación medida por el IAPC del 1,7 %. Estos datos ocultan diferencias entre períodos, dado que los salarios públicos crecieron con más rapidez que la inflación

<sup>1</sup> Véanse, por ejemplo, «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», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021, y las *proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021*.

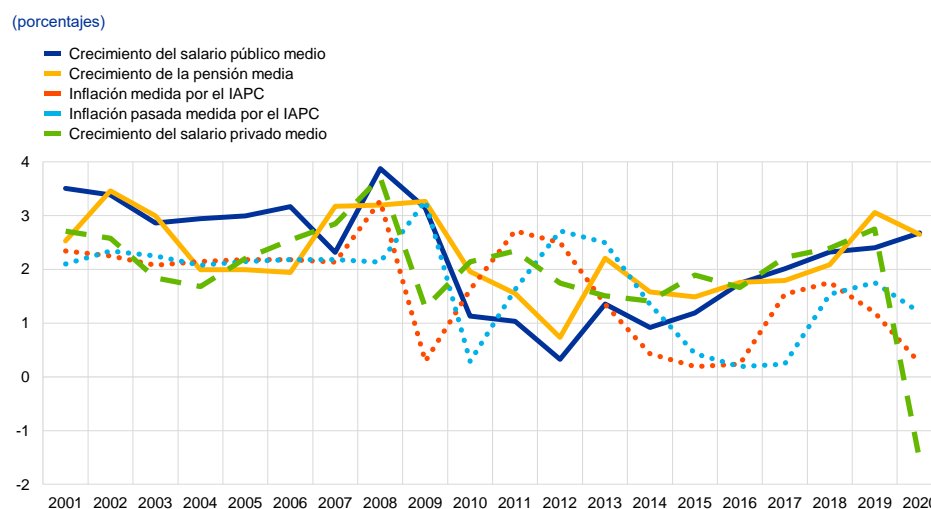
<sup>2</sup> Véase en las notas del gráfico A información sobre el cálculo del salario público medio y de la pensión pública media.



(y que los salarios privados) antes y durante la gran crisis financiera y más lentamente durante la crisis de deuda soberana (gráfico A). Desde 2015, el salario público medio y la pensión pública media han crecido a tasas muy superiores a la inflación contemporánea o pasada medida por el IAPC en el agregado de la zona del euro, y se han recuperado tras el crecimiento moderado observado durante la crisis de deuda soberana<sup>3</sup>. En 2020, cuando la pandemia de COVID-19 golpeó la zona del euro, la evolución salarial se vio afectada por factores puntuales. El aumento de los salarios públicos reflejó, entre otras cosas, la remuneración variable pagada en el sector sanitario, mientras que el descenso del crecimiento de los salarios privados estuvo relacionado con su cobertura parcial con fondos públicos en el contexto de los programas de mantenimiento del empleo. Las pensiones públicas han seguido más de cerca a la inflación pasada, especialmente tras la crisis de deuda soberana.

### Gráfico A

Tasa de crecimiento del salario público medio y de la pensión pública media: agregado de la zona del euro



Fuentes: BCE, base de datos de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021 y cálculos del BCE.

Notas: Los datos sobre el salario público medio se calculan a escala nacional dividiendo el gasto registrado en la base de datos de Government Finance Statistics como *Wages and salaries* («sueldos y salarios», que en este recuadro también se denominan «salarios públicos» o «remuneración de asalariados públicos») por el número de empleados públicos. La pensión media se refiere a las pensiones por jubilación, viudedad y orfandad, y se calcula como el gasto total dividido por el número de pensiones. El agregado de la zona del euro es una media de los datos de cada país, ponderados por su PIB. El salario privado medio representa el salario privado por asalariado. En el caso de las pensiones medias, se dispone de datos coherentes de Francia a partir de 2010, de Grecia a partir de 2014 y de Luxemburgo a partir de 2007; el agregado de la zona del euro excluye a estos países cuando no hay información disponible. Las tasas de crecimiento son anuales. La inflación pasada es la inflación anual al final del período con un desfase de un año.

**La indexación de los salarios públicos a los precios es relativamente limitada y se aplica, aproximadamente, a una quinta parte de estos salarios en la zona del euro (gráfico B).** La indexación total o parcial a los precios se aplica en cinco países, que representaron el 19 % de la remuneración de los asalariados públicos de la zona del euro en 2021. En dos de ellos (Bélgica y Luxemburgo), todos los

<sup>3</sup> En general, cuando se indexan las pensiones y salarios públicos, se hace en función de índices nacionales de precios que pueden variar con respecto a los armonizados. Los índices también pueden excluir determinados componentes, que con más frecuencia suelen ser los relacionados con la salud, como el tabaco. La energía se excluye del índice de precios utilizado para la indexación de los salarios públicos (el IAPC) en Italia.

salarios públicos están indexados automáticamente a los precios (con un índice retrospectivo, vinculado al coste de la vida). En Chipre y Malta, el sistema de indexación es similar, pero más restringido, y está clasificado como parcialmente automático<sup>4</sup>. En Italia, la inflación esperada, excluida la energía, se tiene en cuenta durante las negociaciones para la renovación de los contratos: si la inflación resulta ser más elevada que la subida de los salarios públicos durante el período de contratación de tres años, la diferencia se compensa en el siguiente trienio. En la mayoría de los países de la zona del euro, los salarios públicos no están indexados de forma automática a la inflación, y esta no se tiene en cuenta formalmente en la fijación de los salarios. No obstante, la inflación se tiene o puede tenerse en cuenta de manera informal en las negociaciones de los salarios públicos<sup>5</sup>. Actualmente, los salarios públicos están congelados en Grecia y en Francia (en este último país hasta el final de 2022; la congelación salarial no se aplica en educación y sanidad, ni a los que perciben salarios bajos).

---

<sup>4</sup> Por ejemplo, en Chipre, las pensiones y salarios públicos se ajustan de forma retrospectiva con un pago equivalente al 50 % del aumento del índice del coste de la vida (COLA, por sus siglas en inglés, que es el índice de precios de consumo, ajustado para excluir los impuestos especiales, del año anterior), siempre que el crecimiento en el segundo y tercer trimestre de ese año fuese positivo; este ajuste no puede ser negativo. En Malta, el Gobierno puede decidir subir los salarios públicos en mayor medida que el incremento del índice del coste de la vida, y los empleados a tiempo parcial tienen derecho a ajustes parciales.

<sup>5</sup> En Eslovenia, solo una pequeña parte de los salarios públicos (por ejemplo, dietas, viajes de trabajo, compensación por antigüedad, etc.) se indexa a la inflación pasada; el salario mínimo también se ajusta (al menos) en consonancia con la inflación. En Eslovaquia, alrededor del 12 % de los empleados públicos están sujetos a un sistema de indexación salarial automática retrospectiva vinculado a los salarios del conjunto de la economía. En otros países, la inflación se utiliza de forma retrospectiva como referencia en las negociaciones salariales —por ejemplo, en Lituania y en Austria—, o de manera prospectiva (en Portugal).

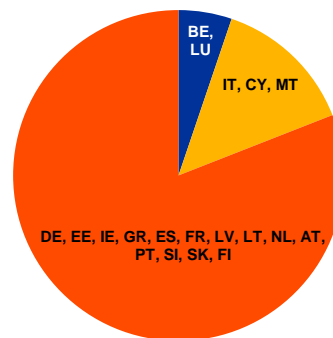
## Gráfico B

### Indexación de los salarios públicos en los países de la zona del euro

#### a) Indexación de los salarios públicos a los precios, por país

(proporción del gasto público en salarios de la zona del euro en 2021)

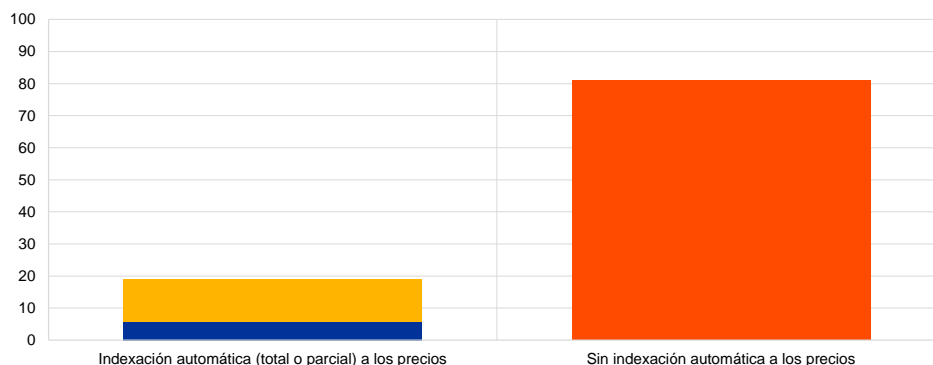
- Indexación totalmente automática a los precios
- Indexación parcialmente automática a los precios
- Sin indexación automática



#### b) Tipo de referencia de la indexación

(porcentaje del gasto público en salarios de la zona del euro en 2021)

- Retrospectiva
- Prospectiva
- La inflación no se tiene en cuenta formalmente



Fuentes: Cuestionario del WGPf, proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021 y cálculos del BCE.

Notas: Véase la descripción de las distintas categorías en el texto principal. En el gráfico a, «indexación parcialmente automática a los precios» se refiere a la existencia de restricciones a la indexación total a los precios, ya sea en el importe (un ajuste inferior al 100 % de un índice de precios determinado) o en función de otras variables desencadenantes o decisiones administrativas. En el gráfico b, la barra de la izquierda incluye a Bélgica, Luxemburgo, Chipre y Malta (azul) y a Italia (amarillo). La barra de la derecha muestra el porcentaje de países de la zona del euro donde la inflación no se tiene en cuenta formalmente en la fijación de los salarios públicos, aunque pueda tenerse en cuenta de manera informal en las negociaciones salariales.

**Las pensiones de la zona del euro se indexan automáticamente —en su totalidad o en parte— a los precios y salarios, la mayoría de forma retrospectiva, en casi todos los países (gráfico C).** Sobre la base del cuestionario se pueden identificar cuatro categorías:

**i) Indexación total de las pensiones públicas a los precios:** se aplica en seis países (Bélgica, Grecia, España, Italia, Luxemburgo<sup>6</sup> y Eslovaquia), que representaron el 37 % del gasto en pensiones de la zona del euro en 2021. En España, el crecimiento de las pensiones ligado a la inflación está recogido en una nueva ley que se aplicará a partir de 2022, tras un régimen de indexación no automática vigente desde 2014. En Grecia, actualmente está en vigor una

<sup>6</sup> En Luxemburgo, las pensiones públicas también se indexan cada dos años en función de la evolución de los salarios reales del sector privado.

congelación nominal, y la fórmula de indexación automática de las pensiones se volverá a aplicar a partir de 2023.

**ii) Indexación automática parcial a los precios:** se realiza en diez países de la zona del euro, que representan un tercio de los costes de las pensiones de la zona. La indexación se clasifica como parcial porque pueden aplicarse algunas restricciones al ajuste total al índice de precios o se tienen automáticamente en cuenta otras variables, sobre todo la tasa de crecimiento de los salarios privados o del conjunto de la economía. En cuatro miembros de este grupo (Francia, Chipre, Austria y Portugal), la indexación total a los precios puede modificarse o restringirse durante el proceso de toma de decisiones<sup>7</sup>. En los demás países (Estonia, Letonia, Lituania, Malta, Eslovenia y Finlandia), las pensiones se indexan automáticamente a los precios y los salarios, de forma retrospectiva en su mayoría<sup>8</sup>.

**iii) Indexación a los salarios del conjunto de la economía y al salario mínimo:** se aplica en Alemania y en Países Bajos, respectivamente, que juntos representaron alrededor del 30 % del gasto en pensiones de la zona del euro en 2021.

**iv) Sin sistema de indexación automática:** solo sucede en Irlanda, donde el aumento de las pensiones públicas se decide por norma en la ley de presupuestos para cada año.

---

<sup>7</sup> Por ejemplo, en Francia, la indexación cubre las pensiones básicas, pero la revalorización de las pensiones complementarias depende de regímenes específicos (sin automatismo). En Estonia, Francia, Chipre y Austria, las decisiones gubernamentales pueden dar lugar a desviaciones con respecto a la fórmula de indexación. En Portugal, la indexación de las pensiones viene determinada por una fórmula retrospectiva en la que la principal referencia de inflación se ajusta al alza o a la baja dependiendo del crecimiento anterior del PIB real; en los últimos años el Gobierno ha concedido subidas extraordinarias para las pensiones más bajas.

<sup>8</sup> Los salarios tienen un peso mayor en el índice en todos los países menos en Finlandia y (actualmente, pero no en el futuro) en Malta.

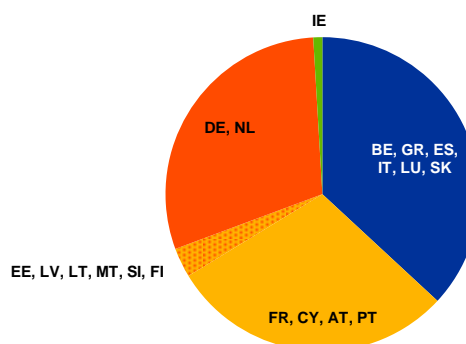
## Gráfico C

### Indexación de las pensiones públicas en los países de la zona del euro

#### a) Indexación de las pensiones públicas a los precios, por país

(proporción del gasto público en pensiones de la zona del euro en 2021)

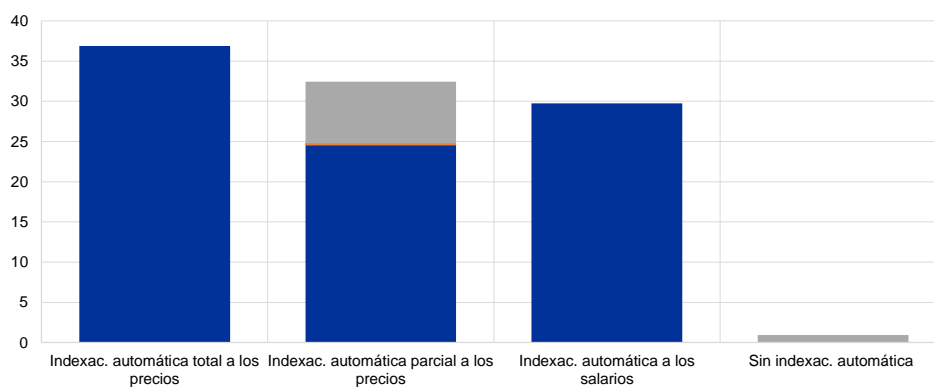
- Indexación totalmente automática a los precios
- Indexación parcialmente automática a los precios
- Indexación automática a los salarios
- Sin indexación automática



#### b) Tipo de referencia de la indexación

(porcentaje del gasto público en pensiones de la zona del euro en 2021)

- Retrospectiva
- Mixta
- No automática



Fuentes: Cuestionario del WGPf, proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021 y cálculos del BCE.

Notas: Las cuatro categorías de los dos gráficos abarcan los mismos países (véase la descripción en el texto principal). En el gráfico b, la segunda barra incluye a Francia, donde la mayor parte de los costes de las pensiones representan las pensiones básicas, que se indexan automáticamente a los precios de forma retrospectiva (reflejadas en la parte de color azul de la barra); el resto son pensiones complementarias, donde la revalorización depende de regímenes específicos (sin automatismo; parte de color gris de la barra). La parte pequeña de color amarillo de la barra central representa las pensiones de Lituania, que se ajustan con un indicador mixto (prospectivo y retrospectivo).

**De cara al futuro, en las proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2021 no se espera que el crecimiento de las pensiones y salarios públicos genere efectos significativos de segunda vuelta<sup>9</sup>.** A escala agregada de la zona del euro, se prevé que el crecimiento de los salarios en el sector público sea sistemáticamente inferior al del sector privado, lo que sugiere que es poco probable que se produzcan efectos de desbordamiento positivos del sector público al privado. Como consecuencia del uso de sistemas de indexación mayoritariamente retrospectivos, la senda del crecimiento de la pensión media sigue de cerca la

<sup>9</sup> El ejercicio de proyección de diciembre abarca el período comprendido entre 2021 y 2024. Las proyecciones se finalizaron el 1 de diciembre de 2021 sobre la base de las medidas de política que se habían aprobado o era probable que se aprobaran en ese momento. Dada la incertidumbre sobre los plazos y la implementación, el aumento del salario mínimo anunciado en Alemania no se incluyó en el escenario de referencia de las proyecciones. Para información más detallada, véanse las [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021](#).

inflación medida por el IAPC con un desfase de un año, mientras que se mantiene por encima de ese nivel durante el horizonte de proyección. A escala nacional, a medio plazo debe prestarse especial atención también a las consecuencias fiscales de las subidas de las pensiones y salarios públicos conciliándolas con los objetivos de estabilización y de sostenibilidad, especialmente en los países con un alto nivel de endeudamiento y con costes elevados asociados al envejecimiento.

# Artículos

## 1 Vivienda en régimen de propiedad y medición de la inflación

**Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves y Omiros Kouvavas**

**En la toma de decisiones de política monetaria, los índices de precios de consumo (IPC) se usan de forma prominente como indicadores de la inflación.**

En su revisión de la estrategia de política monetaria publicada recientemente, el BCE confirmó que el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) continúa siendo el indicador adecuado para evaluar la estabilidad de precios en la zona del euro. Sin embargo, también reconoció que la inclusión de los costes relacionados con la vivienda en régimen de propiedad (OOH, por sus siglas en inglés) en el IAPC representaría mejor la inflación relevante para los hogares. En este artículo se profundiza en el tratamiento de la vivienda en propiedad en los IPC, en general, y en el IAPC, en particular, con especial énfasis en el criterio de la adquisición neta recomendado por el Consejo de Gobierno. El artículo también presenta el nuevo IAPC trimestral analítico combinado con el índice de precios de la vivienda en régimen de propiedad (OOHPI) basado en cálculos del BCE<sup>1</sup>.

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

---

<sup>1</sup> Para una exposición más técnica sobre la materia, véase I. Ganoulis *et al.* «Owner-occupied housing and inflation measurement», *Statistics Paper Series*, BCE, de próxima publicación en 2022.

## *Next Generation EU*, desde la perspectiva de la zona del euro

Maximilian Freier, Charlotte Grynberg, Marguerite O'Connell, Marta Rodríguez Vives y Nico Zorell

### Introducción

**El instrumento *Next Generation EU* (NGEU) es una de las piedras angulares de la respuesta conjunta de las políticas públicas europeas a las dificultades económicas derivadas de la pandemia de coronavirus (COVID-19).** La pandemia causó una recesión económica grave en la UE y reintensificó las divergencias entre países. En julio de 2020, la UE respondió con contundencia anunciando *Next Generation EU*, un programa de inversión y reformas para el conjunto de la Unión. En el corto plazo, el objetivo del NGEU es respaldar la recuperación. En el medio plazo, se ha concebido para que sirva como catalizador de la modernización de las economías de la UE, con efectos positivos en su crecimiento, su capacidad de resistencia y su convergencia. Para lograr estos objetivos, el NGEU ofrece a los Estados miembros de la UE apoyo financiero condicionado a la ejecución de proyectos concretos de inversión y reformas a lo largo del período 2021-2026. Por lo tanto, si se aplica con eficacia, este programa debería proporcionar un impulso notable al *stock* de capital y al producto potencial de los Estados miembros de la UE.

**El programa NGEU ofrece una oportunidad única de promover una dinámica transformadora en los Estados miembros, debido al volumen de financiación que proporciona, a la solidaridad entre países que lo caracteriza y al hecho de que la financiación está vinculada a los resultados de las políticas nacionales.** El NGEU moviliza un volumen de financiación sin precedentes de hasta 807 mm de euros en precios corrientes —el equivalente al 6 % del PIB de la UE en 2020—, de los cuales los Estados miembros han solicitado hasta la fecha 581 mm de euros. De los siete instrumentos que integran el NGEU, el mayor, con diferencia, es el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), que representa el 90 % de la dotación total<sup>1</sup>. En torno a la mitad de los recursos del MRR se pone a disposición de los Estados miembros en forma de transferencias no reembolsables, mientras que la otra mitad se destina a préstamos. Además, en términos relativos se ofrecen más fondos a los países que se han visto más perjudicados por la crisis de la pandemia, que también presentan un PIB per cápita más bajo y/o niveles de deuda/PIB relativamente más altos. Al diseñar el instrumento NGEU con estas características, los Estados miembros han hecho gala de una gran solidaridad mutua. Por otra parte, la concesión de financiación del MRR a los Estados miembros está condicionada a que ejecuten planes nacionales de recuperación y

<sup>1</sup> El MRR comprende préstamos (por un importe máximo de 385,8 mm de euros) y transferencias (338 mm de euros). La dotación de los otros seis programas es inferior: REACT-EU (50,6 mm de euros), Horizonte Europa (5,4 mm de euros), InvestEU (6,1 mm de euros), Desarrollo Rural (8,1 mm de euros), Fondo de Transición Justa (10,9 mm de euros) y RescEU (2 mm de euros).



resiliencia, que establecen inversiones y reformas concretas acordes con las directrices de la UE<sup>2</sup>. Cada uno de esos planes debe ser evaluado por la Comisión Europea y aprobado por el Consejo de la UE.

**El NGEU podría servir de enseñanza para el marco de gobernanza económica y para una posible capacidad fiscal permanente de la zona del euro en el futuro.**

El programa NGEU se ha concebido como una medida de carácter extraordinario y temporal. Al mismo tiempo, el BCE lleva tiempo abogando por el establecimiento de una función común de estabilización macroeconómica para completar la arquitectura económica e institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Esa posible capacidad fiscal para la zona del euro debería diseñarse de forma que complemente una serie de incentivos para la adopción de políticas económicas y fiscales nacionales adecuadas y, en particular, para la puesta en marcha de reformas destinadas a resolver problemas estructurales nacionales y reforzar el cumplimiento del marco de supervisión fiscal y macroeconómica de la UE<sup>3, 4</sup>.

**En este artículo se examina el instrumento NGEU desde la perspectiva de la zona del euro y se hace especial hincapié en los planes nacionales de inversión y reformas.**

A finales de 2021, los planes de recuperación y resiliencia de todos los países de la zona del euro a excepción de los Países Bajos (que todavía no ha presentado un plan) habían sido evaluados por la Comisión y aprobados por el Consejo y habían entrado en la fase de ejecución. Todos los planes de recuperación y resiliencia estaban sujetos a las mismas normas de la UE, a la orientación operativa de la Comisión y a la evaluación *inter pares* en los foros de la UE, lo que facilita un análisis horizontal. En este contexto, en la sección 2 se repasan los aspectos fiscales de los planes de recuperación y resiliencia, en particular las inversiones previstas y su efecto macroeconómico esperado. La información que no recogen dichos planes nacionales, por ejemplo información relativa a los perfiles temporales de las medidas fiscales y su clasificación estadística, se complementa con supuestos de los expertos del Eurosistema y del BCE, que están sujetos a cierta incertidumbre. En la sección 3 se valoran las reformas estructurales incluidas en los planes de recuperación y resiliencia. En la

<sup>2</sup> La financiación del MRR se pone a disposición de los Estados miembros en dos fases. En la fase de aprobación, tras la evaluación de los planes nacionales de recuperación y resiliencia por parte de la Comisión y su aprobación por el Consejo, se desembolsa prefinanciación por un importe máximo del 13 % de las transferencias y los préstamos aprobados para cada Estado miembro. El resto de los pagos tiene lugar secuencialmente durante la fase de ejecución, sobre la base de la correcta ejecución de los hitos y los objetivos acordados en los planes nacionales de recuperación y resiliencia, que son objeto de seguimiento periódico.

<sup>3</sup> Véanse el denominado «Informe de los cinco presidentes», titulado *Realizar la Unión Económica y Monetaria europea*, de 2015 y el Dictamen del Banco Central Europeo, de 9 de noviembre de 2018, sobre una propuesta de Reglamento relativo al establecimiento de la Función Europea de Estabilización de las Inversiones (CON/2018/51) (DO C 444 de 10.12.2018, p. 11).

<sup>4</sup> El programa NGEU se basa en intentos anteriores de establecer instrumentos de política económica que incentiven la ejecución de reformas estructurales nacionales necesarias. Tanto el instrumento presupuestario de convergencia y competitividad propuesto —destinado a respaldar la realización de reformas estructurales en los países de la zona del euro— como la propuesta de programa de apoyo a las reformas —cuyo objetivo era proporcionar ayuda financiera y técnica a los Estados miembros de la UE que llevaran a cabo reformas— se basaban en la idea de recompensar las medidas de políticas públicas que potencien la coordinación de la política económica de la UE, con el fin de fomentar la competitividad y la convergencia. Véanse la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a un marco de gobernanza del instrumento presupuestario de convergencia y competitividad para la zona del euro (COM (2019) 354 final), y la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establece el Programa de Apoyo a las Reformas (COM(2018) 391 final).

sección 4 se analizan los elementos de gobernanza del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia que pueden favorecer una ejecución satisfactoria del programa NGEU. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**Como respuesta inmediata a la crisis causada por la pandemia de COVID-19, se espera que el programa NGEU contribuya significativamente a la recuperación en Europa.** La financiación que aporta el NGEU relaja la restricción presupuestaria de los Estados miembros durante la vigencia del programa. Esto ayudará a evitar que se tenga que llevar a cabo una fuerte contracción fiscal, como la observada en algunos países en el contexto de la crisis financiera global. Las simulaciones de los expertos del BCE sugieren que el estímulo fiscal proporcionado en el corto plazo es elevado y se prevé que incremente el PIB real. Además, se espera que la vinculación de los desembolsos de recursos del NGEU al cumplimiento de hitos y objetivos de los planes nacionales de recuperación y resiliencia tenga efectos confianza positivos. Junto con una política monetaria acomodaticia, la respuesta de las políticas fiscales y estructurales puede contribuir a evitar que la crisis pandémica tenga secuelas duraderas en la zona del euro.

**En el medio plazo, el programa NGEU puede servir de catalizador para la modernización y la convergencia económica de las economías de la zona del euro.** Las inversiones y las reformas previstas en los planes de recuperación y resiliencia de los países de la zona del euro se complementan y, en conjunto, están correctamente diseñadas para respaldar las transiciones ecológica y digital, entre otros motivos porque movilizan una inversión privada necesaria. Dichos planes nacionales también recogen reformas estructurales que pueden reforzar el crecimiento potencial y la capacidad de resistencia, en particular en los principales países beneficiarios. Las perspectivas de un mayor crecimiento y un menor coste de financiación (ahorro en intereses) contribuirán, a su vez, a calmar la inquietud sobre la sostenibilidad de la deuda en los países vulnerables y pueden proporcionar un mayor espacio fiscal para la estabilización económica en el futuro. En los países con un nivel elevado de riesgos relacionados con la deuda, el NGEU también resulta fundamental para reducir el volumen de deuda pública gracias a la mejora de la situación económica y de la calidad de las finanzas públicas. Al mismo tiempo, las reformas estructurales y la reducción de la brecha en inversiones en algunos Estados miembros podrían potenciar la convergencia económica.

**Se espera que el programa NGEU proporcione un beneficio neto a todos los países de la zona del euro.** En primer lugar, dada la estrecha integración de la economía de la zona, respaldar la recuperación de los países más vulnerables tendrá efectos de contagio positivos para todos los países. En buena medida, esos efectos de contagio se derivan del efecto confianza que el NGEU tiene en la economía de la zona del euro. En segundo lugar, el impulso transformador del programa puede dar un apoyo adicional a la transición estructural hacia economías más sostenibles en el conjunto de la zona.

**La eficacia del NGEU dependerá fundamentalmente de que los planes nacionales de recuperación y resiliencia se pongan en práctica de manera oportuna y efectiva.** Los riesgos presupuestarios para la ejecución están relacionados con una capacidad de absorción inferior a la prevista y con la sustitución del gasto en inversión productiva por gasto en consumo o gasto social. En cuanto a las reformas estructurales, algunas medidas no se detallan suficientemente y los objetivos cuantificables son relativamente escasos en el caso de las reformas, además de que su cumplimiento está previsto, en general, para la última parte del período del programa. En conjunto, estas características incrementan el riesgo de que algunas de las reformas no se lleguen a ejecutar y de que las desviaciones no se detecten hasta una fase relativamente avanzada. Por lo tanto, un seguimiento atento y la aplicación de los mecanismos de información y revisión existentes a escala europea y nacional son clave para el éxito del proyecto NGEU. Las deficiencias en estos ámbitos podrían mermar la eficacia del NGEU y la confianza de los ciudadanos en este novedoso instrumento de política económica. Por último, en función de la experiencia con la ejecución del proyecto NGEU temporal, una capacidad fiscal central más permanente podría ser fundamental para mejorar la estabilización macroeconómica y la convergencia en la zona del euro a más largo plazo.

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

© Banco Central Europeo, 2022

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://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 2 de febrero de 2022.

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-22-001-ES-N (edición electrónica)