

## Recuadros

### 1 El crecimiento económico de la zona del euro se está generalizando

#### **El crecimiento económico de la zona del euro se ha generalizado desde 2013.**

El producto de la zona ha crecido durante casi cuatro años, desde que se inició la recuperación en el segundo trimestre de 2013. Aunque la recuperación ha sido gradual y moderada, la evidencia muestra que se está generalizando y volviendo más sólida, tanto en términos de países como de sectores. Esto es una buena señal para el avance del crecimiento económico, ya que las expansiones económicas tienden a ser más intensas y resistentes cuando el crecimiento se generaliza. Esta evolución muestra un marcado contraste con la breve recuperación registrada en 2009-2010, cuando el crecimiento fue relativamente desigual.

**La expansión económica se está extendiendo a un número creciente de sectores y países de la zona del euro.** En el gráfico A se utilizan datos de valor añadido para nueve de los principales sectores económicos (excluida la agricultura) de 18 países de la zona (excluida Malta), es decir, 162 pares de países-sectores. El área amarilla del gráfico A muestra la distribución porcentual de todos los pares países-sectores con un crecimiento interanual positivo<sup>1</sup>. Esta medida trata de recoger la amplitud de la recuperación, ya que se da la misma ponderación a países y sectores grandes y pequeños. La medida ha aumentado de forma sostenida desde 2013, y en el tercer trimestre de 2016 se situaba por encima del 80 %, porcentaje muy superior a la media del 73 % correspondiente al período comprendido entre 1996 y 2006 y al nivel observado durante la recuperación de 2009-2010.

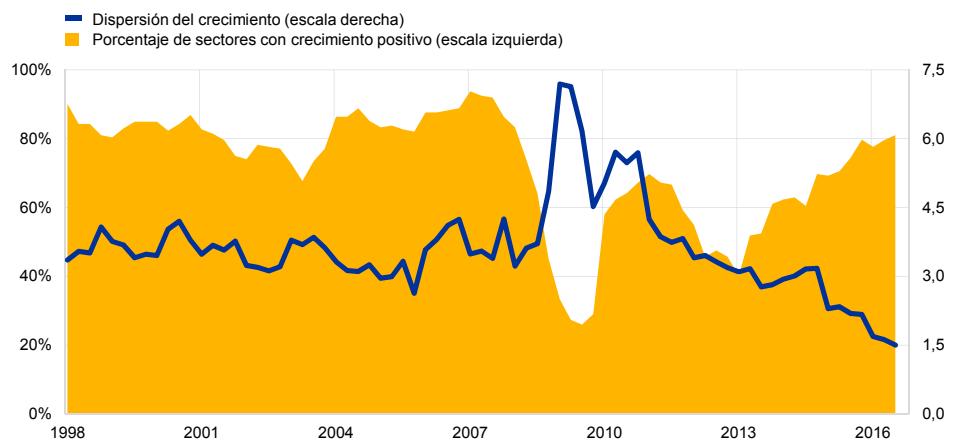
---

<sup>1</sup> Un valor del 100 % indicaría que todos los sectores de todos los países señalan un crecimiento positivo, mientras que un valor de 0 % indicaría una menor actividad en todos los sectores de todos los países.

## Gráfico A

Porcentaje de sectores con crecimiento positivo y dispersión del crecimiento del valor añadido entre países y sectores

(porcentajes; puntos porcentuales)



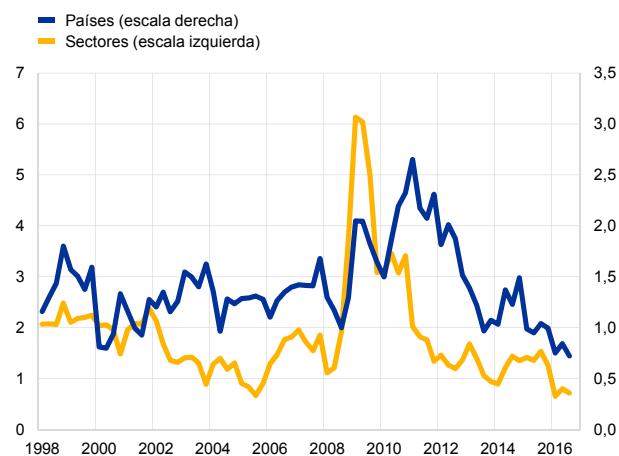
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El porcentaje de sectores con crecimiento positivo se obtiene como porcentaje de los 162 pares de países-sectores que informaron de la existencia de un crecimiento interanual positivo del valor añadido. La dispersión del crecimiento se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido en los mismos 162 pares de países-sectores. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2016.

## Gráfico B

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La dispersión del crecimiento entre países se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido en 18 países de la zona del euro, excluida Malta. La dispersión del crecimiento entre sectores se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido en nueve de los principales sectores económicos, excluida la agricultura. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2016.

## La dispersión del crecimiento entre sectores y países se ha reducido significativamente.

Desde 2009, la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido en los 162 pares de países-sectores que se mencionan anteriormente ha disminuido ininterrumpidamente. La dispersión máxima entre sectores observada en 2009 estuvo relacionada con la fase bajista del comercio mundial (es decir, la industria) y del mercado de la vivienda (es decir, la construcción), mientras que la dispersión máxima entre países observada en 2011 estuvo relacionada con la crisis de la deuda soberana (véase gráfico B). La posterior reducción de la dispersión del crecimiento entre países ha coincidido en gran medida con una reducción de la fragmentación de las condiciones de financiación en los países de la zona<sup>2</sup>. En la actual recuperación, la dispersión combinada del crecimiento del valor añadido entre sectores y países ha alcanzado niveles que no se habían observado desde el inicio de la UEM. Junto con la generalización de la recuperación, esto sugiere que el crecimiento se ha distribuido de forma mucho más uniforme entre sectores y países de la zona del euro.

<sup>2</sup> Véase también el artículo titulado «MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy», en este número del *Boletín Económico*.

**La generalización del crecimiento económico es alentadora, pues puede considerarse una señal de las externalidades positivas de la demanda agregada.** Los vínculos insumo-producto entre sectores y los vínculos comerciales entre países pueden generar complementariedades entre las actividades de los distintos sectores y países<sup>3</sup>. De esta forma se crea una relación positiva entre el gasto en un sector o país y el gasto en otros sectores o países. A través de esta externalidad de la demanda, el gasto en un sector o país puede dar lugar a un efecto arrastre de la demanda agregada<sup>4</sup>. La generalización del crecimiento económico puede, por tanto, considerarse una señal de las externalidades de la demanda en un número creciente de sectores y países, lo que debería sostener adicionalmente la demanda agregada. Lo anterior muestra un marcado contraste con la dispersión persistentemente intensa observada durante la recuperación de 2009-2010.

**El actual crecimiento económico es más general que la recuperación de 2009-2010 posterior a la crisis financiera.** La recuperación de 2009-2010 posterior a la crisis financiera reflejó principalmente mejoras en la industria y en «otros servicios». Habida cuenta de que el mercado de la vivienda aún se encontraba en un ciclo bajista en algunos países de la zona del euro, el sector de la construcción siguió contrayéndose. Desde 2013, tras la crisis de la deuda soberana, la recuperación ha sido mucho más general y ahora incluye también los servicios comerciales. Más recientemente, incluso la construcción ha empezado a crecer, en línea con la recuperación del mercado de la vivienda (véanse gráficos C y D).

---

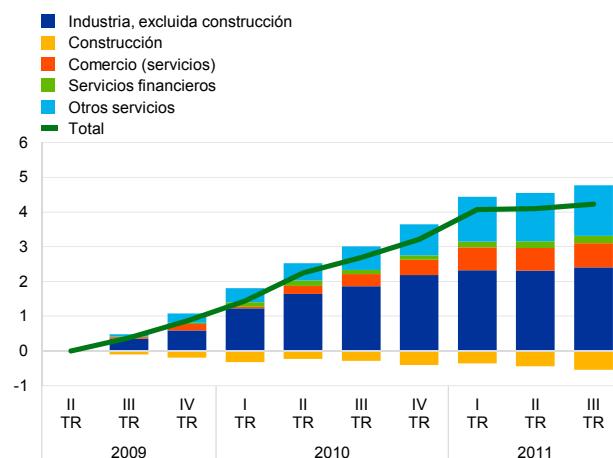
<sup>3</sup> Véase R. Cooper y A. John, «Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 103, 1988, pp. 441-463.

<sup>4</sup> Véase A. Schleifer y R. Vishny, «The Efficiency of Investment in the Presence of Aggregate Demand Spillovers», *Journal of Political Economy*, vol. 96, 1988, pp. 1221-1231.

### Gráfico C

Valor añadido de la zona del euro durante la recuperación de 2009-2010 (posterior a la crisis financiera)

(tasa de crecimiento acumulada)



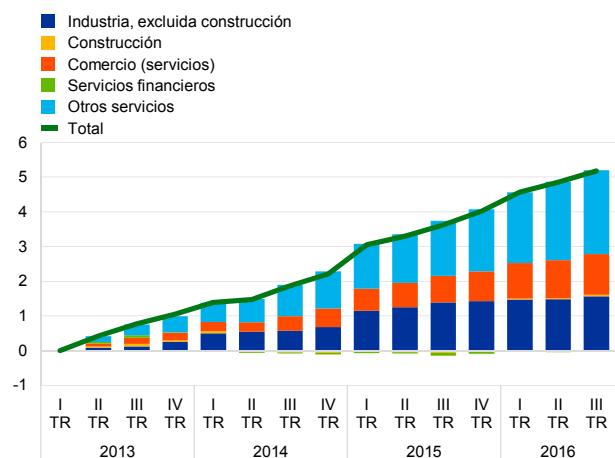
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: «Otros servicios» incluye, por ejemplo, información y comunicaciones, servicios inmobiliarios, actividades científicas y técnicas, Administración Pública, defensa, educación y sanidad.

### Gráfico D

Valor añadido de la zona del euro desde 2013 (posterior a la crisis de la deuda soberana)

(tasa de crecimiento acumulada)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

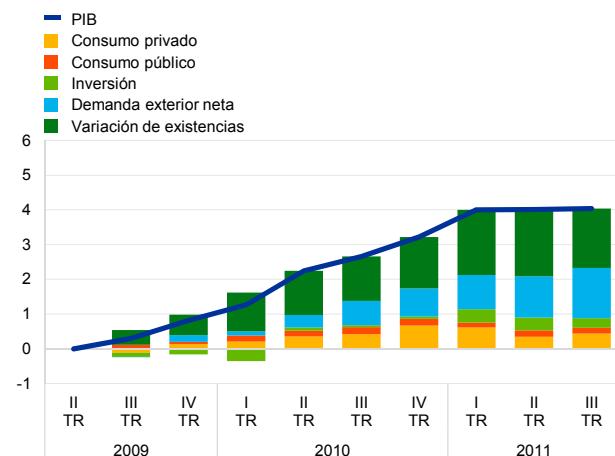
Nota: «Otros servicios» incluye, por ejemplo, información y comunicaciones, servicios inmobiliarios, actividades científicas y técnicas, Administración Pública, defensa, educación y sanidad.

**El reciente crecimiento se basa más en la demanda interna, lo que da lugar a una recuperación más autosostenida.** Otra diferencia importante entre la recuperación que se inició en 2009 y la recuperación actual es que la primera se debió principalmente al repunte de las exportaciones de la zona del euro. En cambio, el período de crecimiento más reciente, que comenzó en 2013, se ha visto impulsado más por la demanda interna y menos por la demanda exterior. A este respecto, cabe argumentar que la recuperación actual es más autosostenida. Además, la variación de existencias, que desempeñó un papel más significativo en la recuperación de 2009-2010, ha influido menos en el período de crecimiento actual (véanse gráficos E y F).

### Gráfico E

Desagregación del PIB y del gasto de la zona del euro durante la recuperación de 2009-2010 (posterior a la crisis financiera)

(tasa de crecimiento acumulada)

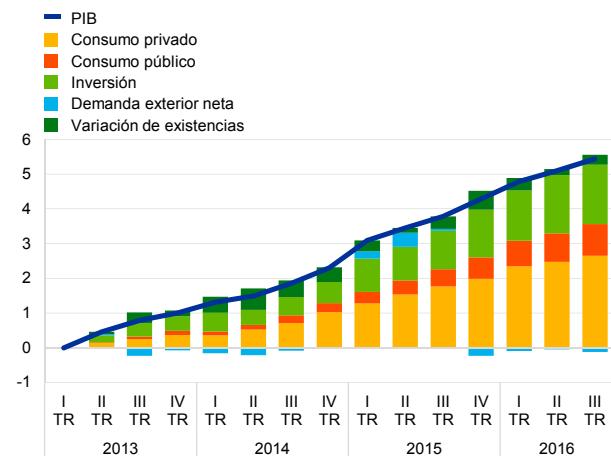


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### Gráfico F

Desagregación del PIB y del gasto de la zona del euro desde 2013 (posterior a la crisis de la deuda soberana)

(tasa de crecimiento acumulada)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**En línea con la actividad económica, los mercados de trabajo de la zona del euro siguieron mostrando mejoras generalizadas.** El empleo de la zona del euro ha crecido desde mediados de 2013 y actualmente ha recuperado casi los niveles registrados antes de la crisis, lo que contrasta con lo ocurrido en la recuperación de 2009-2010, en la que el empleo siguió cayendo. A la par de la reciente disminución de la dispersión del crecimiento del valor añadido entre países y sectores (véase gráfico A), la dispersión del crecimiento del empleo también se ha reducido de forma continua a medida que ha avanzado la reasignación sectorial del empleo. Una mejor alineación de la demanda y la oferta de empleo puede implicar asimismo un descenso de la tasa de paro no aceleradora de la inflación (NAIRU)<sup>5</sup>. Como la demanda de empleo está dirigiéndose de nuevo hacia los trabajadores desocupados que habían estado empleados anteriormente en sectores que registraron una fuerte contracción (por ejemplo, la construcción), las presiones salariales podrían seguir siendo moderadas durante algún tiempo.

<sup>5</sup> Véase D. Lilien, «Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment», *Journal of Political Economy*, vol. 90, 1982, pp. 777-793.

## 2

# Los ciclos financieros y la macroeconomía

**En este recuadro se analiza la relación entre los ciclos financieros, la macroeconomía y el producto potencial.** Puede considerarse que el ciclo financiero son fluctuaciones económicas que el sistema financiero amplifica o genera directamente. En general, se manifiesta como una correlación entre los agregados crediticios y los precios de los activos, y también puede impactar en la evolución económica real. Aunque las fluctuaciones cíclicas de las variables económicas en términos reales no siempre corresponden a ciclos financieros, cuando es así, los ciclos económicos resultantes pueden ser mucho más pronunciados, y sus mínimos suelen ir acompañados de crisis financieras. Cada vez hay más literatura que afirma que, en dichos casos, la estimación del producto potencial puede beneficiarse de la inclusión de información sobre el ciclo financiero<sup>6</sup>. Sin esta información, el producto potencial puede estar sobrevalorado en el período de expansión e infravalorado en la fase de recesión.

**La teoría económica apunta a que el sistema financiero puede influir en el ciclo económico.** Se ha considerado que los factores financieros han sido un posible determinante de las fluctuaciones del ciclo económico al menos desde la época de la Gran Depresión<sup>7</sup>. Los modelos de equilibrio general más recientes también ponen de relieve el papel de las fricciones financieras en las fluctuaciones del producto<sup>8</sup>. Según estos modelos, el sistema financiero puede ser tanto un amplificador de las perturbaciones como la fuente de las perturbaciones que generan en primera instancia las fluctuaciones del ciclo económico. Los balances de los hogares, las empresas y las entidades de crédito pueden dar lugar a diversos mecanismos procíclicos (como el acelerador financiero). Por ejemplo, las perturbaciones de demanda pueden amplificarse mediante las correspondientes variaciones del valor de las garantías (como bienes inmuebles residenciales o comerciales) y del valor real de la deuda a tipo fijo en términos nominales. Estas consideraciones teóricas sugieren que sería de esperar que las fluctuaciones cíclicas provocadas por el crédito y por el precio de los activos generen máximos más altos y mínimos más bajos que los ciclos económicos normales, posiblemente con períodos de expansión y recesión más prolongados.

**Existe cada vez más evidencia empírica sobre la influencia del sistema financiero en las fluctuaciones del ciclo económico.** Aunque no todas las fluctuaciones del ciclo económico están provocadas por el sistema financiero,

<sup>6</sup> C. Borio, P. Disyatat y M. Juselius, «Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle», *BIS Working Papers*, n.º 404, Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2013; C. Borio, P. Disyatat y M. Juselius, «A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output», *BIS Working Papers*, n.º 442, BPI, 2014.

<sup>7</sup> I. Fisher, «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions», *Econometrica*, vol. 1(4), 1933, pp. 337-57.

<sup>8</sup> Véanse, por ejemplo, N. Kiyotaki y J. Moore, «Credit cycles», *Journal of Political Economy*, vol. 105, 1997, pp. 211-248; M. Gertler y P. Karadi, «A Model of Unconventional Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 58(1), 2011, pp. 17-34; B. S. Bernanke, M. Gertler y S. Gilchrist, «The financial accelerator in a quantitative business cycle framework», en J. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, parte C, 1999, pp. 1341-1393; M. Iacoviello, «House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle», *The American Economic Review*, vol. 95(3), 2005, pp. 739-764.

o van de la mano de la fase alcista y bajista del ciclo financiero, se dispone de evidencia de que las fluctuaciones más acusadas suelen ir asociadas a la acumulación y la resolución de desequilibrios financieros<sup>9</sup>. Una amplia base de datos macrofinancieros histórica, que incluye diecisiete economías avanzadas durante los últimos 150 años, indica que los ciclos financieros y económicos tienden a moverse conjuntamente y a estar en la misma fase con mucha mayor frecuencia que al contrario<sup>10</sup>. También se observa que la correlación entre el crecimiento del producto, del consumo y de la inversión y el crecimiento del crédito se ha fortalecido sustancialmente en las últimas décadas, en paralelo con un incremento sin precedentes de los préstamos hipotecarios. Asimismo, hay evidencia de que el crédito y el precio de los activos son variables relativamente importantes a la hora de explicar las fluctuaciones económicas reales a escala mundial<sup>11</sup>. Estas conclusiones sugieren que las expansiones económicas asociadas a un fuerte crecimiento del crédito están más determinadas por factores de carácter cíclico (y no estructural) que otras fases alcistas.

**La senda del producto potencial puede sobrevalorarse en fases expansivas impulsadas por el crédito.** Las herramientas habituales para estimar el producto potencial que no tienen en cuenta la influencia del sistema financiero en las fluctuaciones del ciclo económico pueden arrojar una valoración excesivamente optimista por el lado de la oferta de la economía durante las fases de auge financiero. Esto ocurre especialmente cuando las variables nominales dan señales más débiles sobre el recalentamiento de la economía —por ejemplo, cuando las expectativas de inflación están bien ancladas—. Aunque la disponibilidad de financiación y la baja aversión al riesgo en la fase expansiva del ciclo económico pueden acelerar el crecimiento de la productividad subyacente al permitir más innovación, la expansión impulsada por el crédito también puede generar una asignación ineficiente del capital. Estos episodios suelen acarrear incrementos significativos de la inversión en bienes inmuebles residenciales, debido a la capacidad para garantizar este tipo de activos mediante hipotecas, y el capital se concentra de manera desproporcionada en proyectos y actividades de productividad relativamente escasa (como la vivienda y el desarrollo inmobiliario)<sup>12</sup>. Además, dado que los inmuebles residenciales se incluyen en las medidas típicas del stock de capital, las metodologías basadas en una función de la producción que utilizan estos datos tienen tendencia a sobrevalorar la capacidad productiva de la economía<sup>13</sup>. A modo ilustrativo, el gráfico siguiente muestra las medidas del

<sup>9</sup> Véase, por ejemplo, K. Rogoff, «Debt supercycle, not secular stagnation», VoxEU.org, Centre for Economic Policy Research, 2015.

<sup>10</sup> O. Jorda, M. Schularick y A. M. Taylor, «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts», *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 31, National Bureau of Economic Research, 2016.

<sup>11</sup> S. Dées, «Credit, asset prices and business cycles at the global level», *Working Paper Series*, n.º 1895, BCE, abril de 2016.

<sup>12</sup> Sin embargo, la asignación ineficiente del capital no se limita necesariamente a los activos inmobiliarios. Para más información, véase S. G. Cecchetti y E. Kharroubi, «Why does financial sector growth crowd out real economic growth?», *BIS Working Papers*, n.º 490, BPI, 2015.

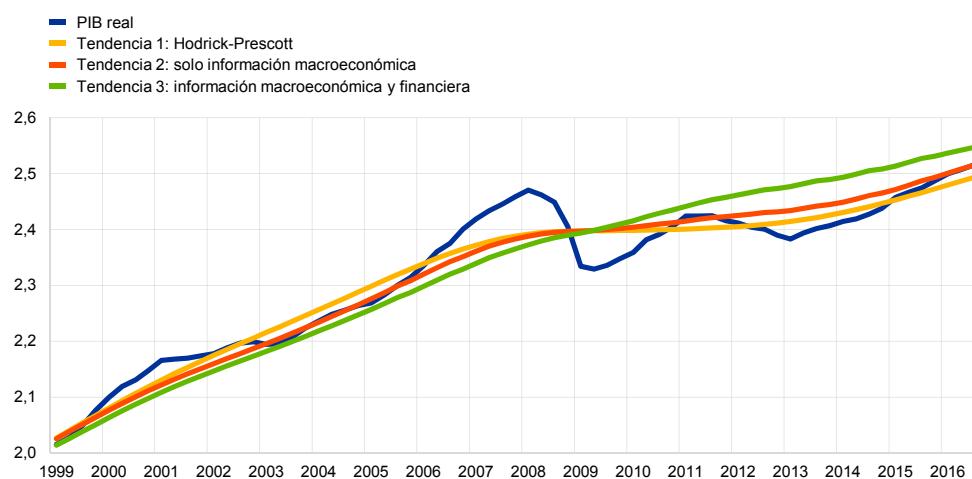
<sup>13</sup> La sobrevaloración del producto potencial puede llevar a análisis excesivamente optimistas de la orientación de la política fiscal y de la sostenibilidad de la deuda de países que atraviesan ciclos expansivos impulsados por el ciclo financiero, que pueden limitar el espacio fiscal y, por ende, incrementar el lastre sobre el producto en caso de que se produzca una crisis financiera. Véase C. Borio, M. Lombardi y F. Zampolli, «Fiscal sustainability and the financial cycle», *BIS Working Papers*, n.º 552, BPI, 2016.

producto potencial para la zona del euro, calculado aplicando tres métodos diferentes, uno de los cuales asume una relación entre el ciclo financiero y las fluctuaciones económicas en términos reales. Con este último método se obtiene una senda más baja para el nivel de producto potencial en los años de expansión previos a la crisis y una senda más alta en el período posterior a 2008 que con los métodos que no contienen variables financieras. Sin embargo, los tres métodos muestran una desaceleración del crecimiento del producto potencial después de 2008.

### Gráfico

#### PIB real y diferentes medidas del producto potencial de la zona del euro

(billones de euros; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE<sup>14</sup>.

Notas: Tendencia 1 es una medida obtenida utilizando un filtro Hodrick-Prescott de dos colas con parámetro estándar de suavización para los datos trimestrales (1600). Tendencia 2 es una estimación obtenida de un modelo de pequeños componentes no observados que descompone el PIB real en componentes de tendencia y cíclicos con la ayuda de relaciones macroeconómicas en forma reducida, como la ley de Okun y una curva de Phillips. Tendencia 3 se refiere al mismo modelo, al que se añade un componente del ciclo financiero que se estima como un factor latente común que determina las fluctuaciones de algunas variables financieras, como el crecimiento real del crédito otorgado a hogares y a sociedades no financieras, la tasa de crecimiento real de M3 y la tasa de crecimiento real de los precios de los inmuebles residenciales. Dado que el producto potencial es una variable no observable, todos los métodos comportan un alto grado de incertidumbre.

**Las recesiones severas que siguen a las fases expansivas impulsadas por el crédito pueden tener un impacto negativo en el producto potencial.** Mientras que los períodos de contracción económica, como la reciente Gran Recesión, pueden provocar efectos «limpiadores» con un impacto positivo en el crecimiento futuro de la productividad, la reasignación de los recursos hacia usos más productivos puede verse dificultada por limitaciones de oferta en el sistema financiero. En particular, la elevadas tasas de morosidad, acompañadas de políticas de insolvencias y de resolución bancaria inadecuadas, pueden acumular capital en las empresas con baja productividad y hacer menos probables las adquisiciones y la entrada o expansión de empresas innovadoras y potencialmente muy productivas<sup>15</sup>. La deuda a tipo fijo en términos nominales que se ha acumulado en el período expansivo, combinada con garantías que han perdido valor durante la recesión,

<sup>14</sup> Para un método similar, véase M. Melolinna y M. Tóth, «Output gaps, inflation and financial cycles in the United Kingdom», *Staff Working Paper*, n.º 585, Bank of England, 2016.

<sup>15</sup> Véase M. Adalet McGowen, D. Andrews y V. Millot, «The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries», *Economics Department Working Papers*, n.º 1372, OCDE, 2016.

puede limitar las opciones que tienen las empresas que en otras circunstancias serían solventes de obtener financiación externa para proyectos de inversión productivos —particularmente cuando el límite inferior de los tipos de interés nominales es vinculante—. El consiguiente largo proceso de reparación de los balances del sector privado puede debilitar aún más la demanda interna y traducirse en tasas de desempleo persistentemente elevadas. Cuando los períodos de alto paro son prolongados hay una mayor probabilidad de efectos de histéresis en los mercados de trabajo, sobre todo en aquellos que son rígidos y están sobreregulados. El propio proceso de reasignación puede producir una caída temporal del producto potencial si, por ejemplo, existen elevadas barreras a la entrada que dificultan la adquisición de los recursos que estaban bloqueados en actividades de baja productividad.

**Los efectos negativos por el lado de la oferta de los episodios de contracción financiera no son necesariamente persistentes y dependen del conjunto de las políticas aplicadas.** Aunque las restricciones de crédito y otras perturbaciones financieras pueden lastrar significativamente el crecimiento económico durante un período de recuperación, sería de esperar que su impacto en la asignación de los recursos disminuyera con el tiempo. Por tanto, las estimaciones del producto potencial que no tienen en cuenta estos posibles factores pueden arrojar una visión excesivamente pesimista del potencial por el lado de la oferta durante las fases de recuperación de crisis financieras. Así pues, actualmente, tanto la recuperación cíclica como la capacidad de la economía por el lado de la oferta podrían beneficiarse de unas políticas de insolvencias y de resolución adecuadas y de una gestión eficaz de los préstamos dudosos, sobre todo en el contexto de la política monetaria acomodaticia.

### 3

## Ajuste salarial y empleo en Europa: resultados de la encuesta de la Wage Dynamics Network

**En este recuadro se analiza la relación entre los convenios colectivos, las rigideces a la baja de los salarios y el empleo.** Varios estudios realizados en el pasado utilizando datos macroeconómicos llegaron a la conclusión de que algunos aspectos institucionales que afectan al proceso de fijación de los salarios están asociados con rigideces a la baja de los salarios que, a su vez, pueden agudizar las pérdidas de empleo durante los períodos de recesión<sup>16</sup>. En este recuadro se usan datos microeconómicos procedentes de una encuesta realizada a empresas para identificar si dichos efectos también se observaron a nivel de cada empresa en la zona del euro durante el período 2010-2013. En general, los resultados confirman que las instituciones laborales relacionadas con la negociación salarial han contribuido a las rigideces de los salarios en Europa y pueden haber intensificado las pérdidas de empleo durante las recesiones.

**En este recuadro se utilizan datos procedentes de la tercera edición de la encuesta de la Wage Dynamics Network (WDN) del SEBC<sup>17</sup>.** La encuesta de la WDN3 proporciona información a nivel de empresa sobre las condiciones económicas y los convenios colectivos en 25 Estados miembros de la UE durante el período 2010-2013. Estos datos muestran una divergencia considerable en la evolución registrada por las distintas empresas encuestadas durante el período analizado, caracterizado por la crisis de deuda soberana. Mientras que el 44 % de las empresas había experimentado una contracción de la demanda, el 32 % indicó que la demanda había aumentado. La proporción de empresas que habían recortado el empleo o los salarios es significativamente más elevada en el caso de las sociedades que habían registrado una caída de la demanda: el empleo se redujo en el 43 % de las empresas que habían sufrido una disminución de la demanda, y el 14 % de estas empresas ajustaron el salario base de sus trabajadores. Dada la magnitud de la caída de la demanda y de los recortes de empleo, el porcentaje relativamente pequeño de reducciones salariales parece ser indicativo de la rigidez a la baja de los salarios nominales. De hecho, casi una cuarta parte de las empresas encuestadas declararon que habían congelado los salarios en términos nominales. Estas congelaciones son también una clara señal de la rigidez a la baja de los salarios, pues sugieren que las empresas mantienen los

<sup>16</sup> Estos aspectos institucionales asociados a las rigideces de los salarios pueden abarcar una amplia gama de características, tales como la densidad sindical, las condiciones pactadas en los convenios colectivos, la protección del empleo, etc. Para consultar resultados relevantes y obtener una visión concisa de la literatura, véanse, por ejemplo, el recuadro titulado «La rigidez a la baja de los salarios y el papel de las reformas estructurales en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2015, y el recuadro titulado «The impact of institutional rigidities on wage responsiveness in the euro area», del artículo «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

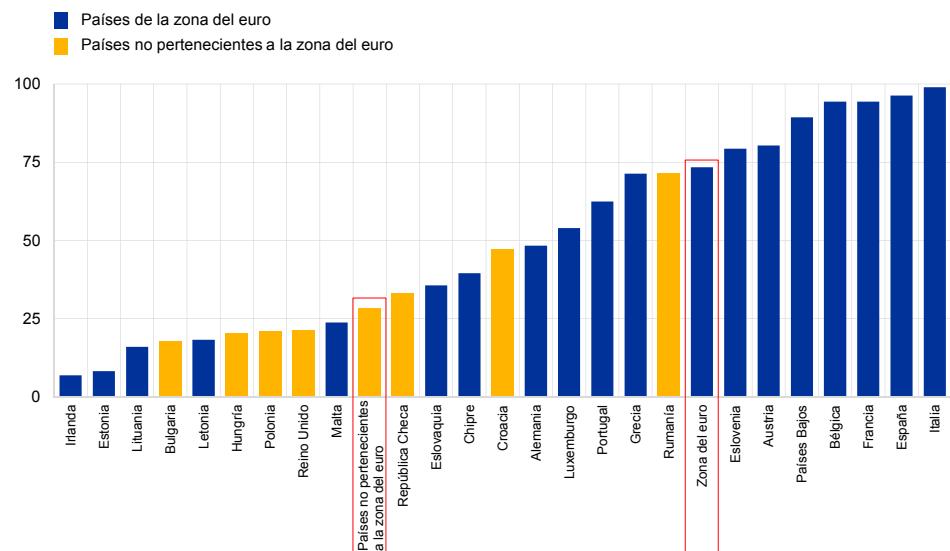
<sup>17</sup> Para obtener más información sobre la última encuesta de la Wage Dynamics Network, así como una visión general de los principales resultados, véase el artículo titulado «New evidence on wage adjustment in Europe during the period 2010-2013», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

salarios inalterados para evitar las posibles tensiones asociadas a una reducción salarial, aun cuando las condiciones económicas podrían justificar un recorte<sup>18</sup>.

### Gráfico A

#### Porcentaje de trabajadores cubiertos por convenios colectivos – situación por países en 2013

(porcentajes)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en la encuesta de la WDN3 presentada en «New evidence on wage adjustment in Europe during the period 2010-13», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

Notas: No se incluyen las empresas con menos de cinco empleados. Las cifras están ponderadas para reflejar el empleo total y se reescalan para excluir la falta de respuesta. Las cifras de Irlanda están sin ponderar. Las medias para la zona del euro y para los países no pertenecientes a la zona del euro se calculan considerando los países que tienen ponderaciones.

**En el análisis siguiente, los convenios colectivos desempeñan un papel fundamental<sup>19</sup>.** Según la encuesta de la WDN (gráfico A), el porcentaje de trabajadores cubiertos por un convenio colectivo en los países de la zona del euro (casi un 75 % de media) es muy superior al correspondiente a países no pertenecientes a la zona (casi el 30 %). Varios países se encuentran significativamente por encima de la media de la zona del euro, en particular Italia,

<sup>18</sup> Cabe señalar que, en los casos de Grecia y de Chipre, un porcentaje considerable de empresas recortaron los salarios durante el período de referencia, después de que el PIB registrara caídas particularmente significativas en esos países.

<sup>19</sup> Algunos ejemplos de estudios que muestran que las rigideces a la baja de los salarios reflejan factores institucionales, tales como un alto grado de cobertura sindical y protección del empleo, son: S. Holden y F. Wulfberg, «Downward Nominal Wage Rigidity in the OECD», *Journal of Macroeconomics*, vol. 8, 2008, pp. 1-48; R. Anderton y B. Bonthuis, «Downward Wage Rigidities in the Euro Area», *GEP Research Paper Series*, n.º 2015/09, University of Nottingham, julio de 2015. Diversos resultados también muestran que los factores institucionales pueden afectar al empleo a través de las rigideces salariales. Por ejemplo, Dias *et al.* (2013) observan que es menos probable que empresas con salarios base más flexibles reduzcan el empleo (D. A. Dias, C. R. Marques y F. Martins, «Wage rigidity and employment adjustment at the firm level: Evidence from survey data», *Labour Economics*, vol. 23, 2013), y Barwell y Schweitzer (2017) concluyen para el Reino Unido que las rigideces a la baja de los salarios incrementan la probabilidad de despidos (R. D. Barwell y M. E. Schweitzer, «The Incidence of Nominal and Real Wage Rigidities in Great Britain: 1978-98», *Economic Journal*, vol. 117, n.º 524, 2007). En cambio, Babecký *et al.* (2012) destacan la posible sustituidoridad entre la flexibilidad de los salarios base y ajustes alternativos de los costes laborales (por ejemplo, cambiando el componente flexible de los salarios) (J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rööm, «How do European firms adjust their labour costs when nominal wages are rigid?», *Labour Economics*, vol. 19, n.º 5, octubre de 2012).

España, Francia, Bélgica y los Países Bajos. Con la excepción de los Países Bajos y los países bálticos, estos elevados niveles son consecuencia, sobre todo, de los convenios colectivos externos a la empresa (es decir, los negociados a nivel nacional o sectorial, en lugar de los convenios más descentralizados pactados a nivel de empresa). Al mismo tiempo, en Irlanda, Estonia, Letonia y Lituania la cobertura de los convenios colectivos es sustancialmente inferior a la media de la zona del euro (es decir, por debajo del 20 %). Entre los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, Bulgaria, Hungría, Polonia y el Reino Unido tienen una proporción más baja de trabajadores que están cubiertos por convenios colectivos, mientras que Rumanía y Croacia tienen una proporción más elevada.

**Utilizando la base de datos de empresas de la WDN, en este recuadro se presentan estimaciones de la respuesta de los salarios a cambios en el nivel de demanda y el impacto de los salarios en el empleo durante una perturbación de demanda negativa<sup>20</sup>.** Agrupando los datos de los 25 países y utilizando modelos probit ordenados es posible estimar las respuestas de los salarios y el empleo a nivel agregado de la zona del euro<sup>21</sup>. Por lo que se refiere a los salarios, la encuesta de la WDN permite cinco respuestas diferentes cuando las empresas indican lo que ocurrió con sus salarios base en términos nominales durante el período 2010-2013, a saber: fuerte disminución, disminución moderada, sin variación, incremento moderado y fuerte incremento. La estimación del probit sobre los salarios también incluye diversas variables explicativas, como el porcentaje de trabajadores cubiertos por un convenio colectivo y la evolución de la demanda (las cinco categorías)<sup>22</sup>.

**Centrándose en las respuestas heterogéneas de los salarios frente a cambios en la demanda, los resultados económicos indican que, en el caso de los salarios, las elasticidades a la demanda son asimétricas, lo que sugiere una rigidez a la baja de los salarios nominales<sup>23</sup>.** El gráfico B muestra que el aumento de la probabilidad de respuestas a la baja de los salarios base frente a una contracción de la demanda es significativamente inferior al aumento de la probabilidad de una respuesta al alza de los salarios frente a un incremento de la demanda (es decir, los salarios son más rígidos a la baja que al alza). Además, una caída fuerte o moderada de la demanda eleva significativamente la probabilidad de que los salarios base se mantengan inalterados, aunque cabría esperar que tales caídas redujeran efectivamente los salarios. Esto constituye una evidencia adicional de la rigidez a la baja de los salarios nominales, ya que la distribución de los cambios en los salarios comienza a agruparse alrededor de los salarios base inalterados cuando cae la demanda. Sin embargo, cuando la demanda registra un aumento moderado o fuerte, la probabilidad de que los salarios base permanezcan sin cambios se reduce.

<sup>20</sup> Todos los resultados económicos que se presentan en los gráficos B y C utilizan los datos de la encuesta de la WDN y se basan en los cuadros 3 y 4 (respectivamente) de P. Marotzke, R. Anderton, A. Bairrao, C. Berson y P. Tóth, «Wage adjustment and employment in Europe», *GEP Research Paper Series*, n.º 2016/19, University of Nottingham, noviembre de 2016.

<sup>21</sup> Si la estimación solo se realiza para los países de la zona del euro, entonces todos los resultados económicos son cualitativamente iguales para la zona del euro (con diferencias marginales en las magnitudes de los parámetros). Véase el recuadro titulado «Wage rigidity and employment in the euro area: an analysis with firm-level data», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, diciembre de 2016, pp. 42-44.

<sup>22</sup> En la especificación se incluyen también muchas otras variables de control.

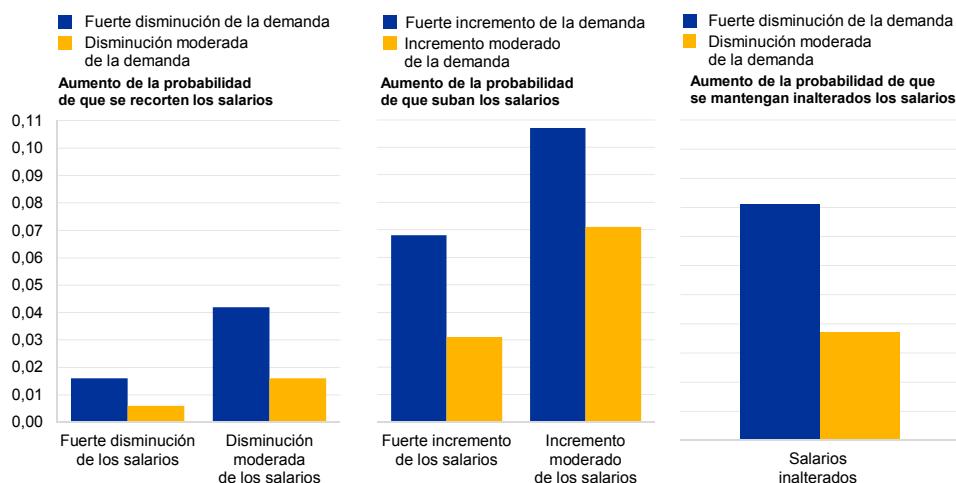
<sup>23</sup> Estas elasticidades asimétricas de la demanda permanecen de hecho sin cambios, con independencia de que se incluya la variable de convenio colectivo en la ecuación.

**En las estimaciones del gráfico C (panel A) también se presenta evidencia de rigideces a la baja de los salarios nominales, ya que la presencia de convenios colectivos reduce la probabilidad de ajustar los salarios a la baja<sup>24</sup>.** Cuanto más elevada sea la proporción de empleados de la empresa cubiertos por un convenio colectivo, menor será la probabilidad de una reducción salarial y mayor la probabilidad de una subida de los salarios. Dado que, como se ha indicado, la cobertura de los convenios colectivos difiere en los distintos países de la zona del euro, este resultado implica también que las rigideces a la baja de los salarios nominales son significativamente mayores en aquellos países en los que el porcentaje de empleados cubiertos por convenios colectivos es más elevado.

### Gráfico B

#### Respuestas estimadas de los salarios frente a diversos cambios en la demanda

(decimales; aumento de la probabilidad de cambio en los salarios)



Fuentes: Marotzke *et al.* (2016).

Notas: Las estimaciones se basan en métodos de estimación probit ordenados (es decir, efectos marginales sobre la probabilidad de observar los resultados). El gráfico muestra, para diversos cambios en la demanda, la probabilidad estimada de una cierta evolución de los salarios en comparación con la categoría de referencia de demanda inalterada. Por ejemplo, la columna situada más a la izquierda muestra que la probabilidad estimada de que se produzca una fuerte disminución de los salarios dada una fuerte disminución de la demanda es 1,6 puntos percentuales más alta que cuando la demanda permanece sin cambios (véase cuadro 3 de la fuente para más información). Todos los parámetros son estadísticamente significativos, principalmente en el 1 %, basados en errores estándar robustos.

Sin embargo, las rigideces a la baja de los salarios, como el comportamiento salarial asimétrico que se presenta en el gráfico B, también pueden deberse a otros factores, posiblemente no relacionados con la negociación colectiva, como el temor de los empresarios a que un recorte salarial pueda reducir la motivación de los empleados y tener un impacto negativo sobre la productividad<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> La correlación significativa de los términos de error confirma que los salarios son endógenos en la ecuación del empleo y que el enfoque de las variables instrumentales es adecuado.

<sup>25</sup> Aunque no forman parte de los resultados empíricos del estudio en el que se basan los resultados de los gráficos B y C, los salarios de eficiencia se citan a menudo como una posible causa de las rigideces a la baja de los salarios. Véanse, por ejemplo, el capítulo 3 de R. Layard, S. Nickell y R. Jackman, *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford University Press, 1991; J. Stiglitz, «Alternative Theories of Wage Determination and Unemployment in LDCs: the Labour Turnover Model», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 88, 1974, pp. 194-227; R. Solow, «Another possible source of wage stickiness», *Journal of Macroeconomics*, vol. 1, Issue 1, 1979, pp. 79-82, y P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rööm, «Why firms avoid cutting wages: survey evidence from European firms», *ILR Review*, vol. 68, Issue 4, 2015.

**Los resultados de las estimaciones apuntan asimismo a un efecto negativo de las rigideces a la baja de los salarios sobre el empleo (gráfico C, panel B).** El impacto de los ajustes de salarios sobre el empleo también resulta ser significativo. La probabilidad de que el empleo caiga o se mantenga sin cambios es significativamente menor cuando se reducen los salarios (en comparación con la categoría de referencia de salarios base inalterados). La probabilidad de que el empleo aumente se incrementa de forma correspondiente si disminuyen los salarios. Por el contrario, si los salarios crecen, la probabilidad de que disminuya el empleo es mayor (en comparación con la categoría de referencia de salarios base inalterados).

**En general, el estudio que se presenta en este recuadro confirma que las rigideces salariales en Europa durante el período 2010-2013 estuvieron asociadas con una evolución del empleo más negativa.** En primer lugar, los convenios colectivos parecen reducir la probabilidad de que se produzca un ajuste a la baja de los salarios; en segundo lugar, el aumento de la probabilidad de una respuesta a la baja de los salarios ante una disminución de la demanda era significativamente menor que el aumento de la probabilidad de una respuesta al alza de los salarios ante un incremento de la demanda (lo que sugiere rigideces a la baja y un comportamiento asimétrico de los salarios)<sup>26</sup>. Por último, los resultados sugieren un efecto negativo de las rigideces a la baja de los salarios sobre el empleo a nivel de empresa.

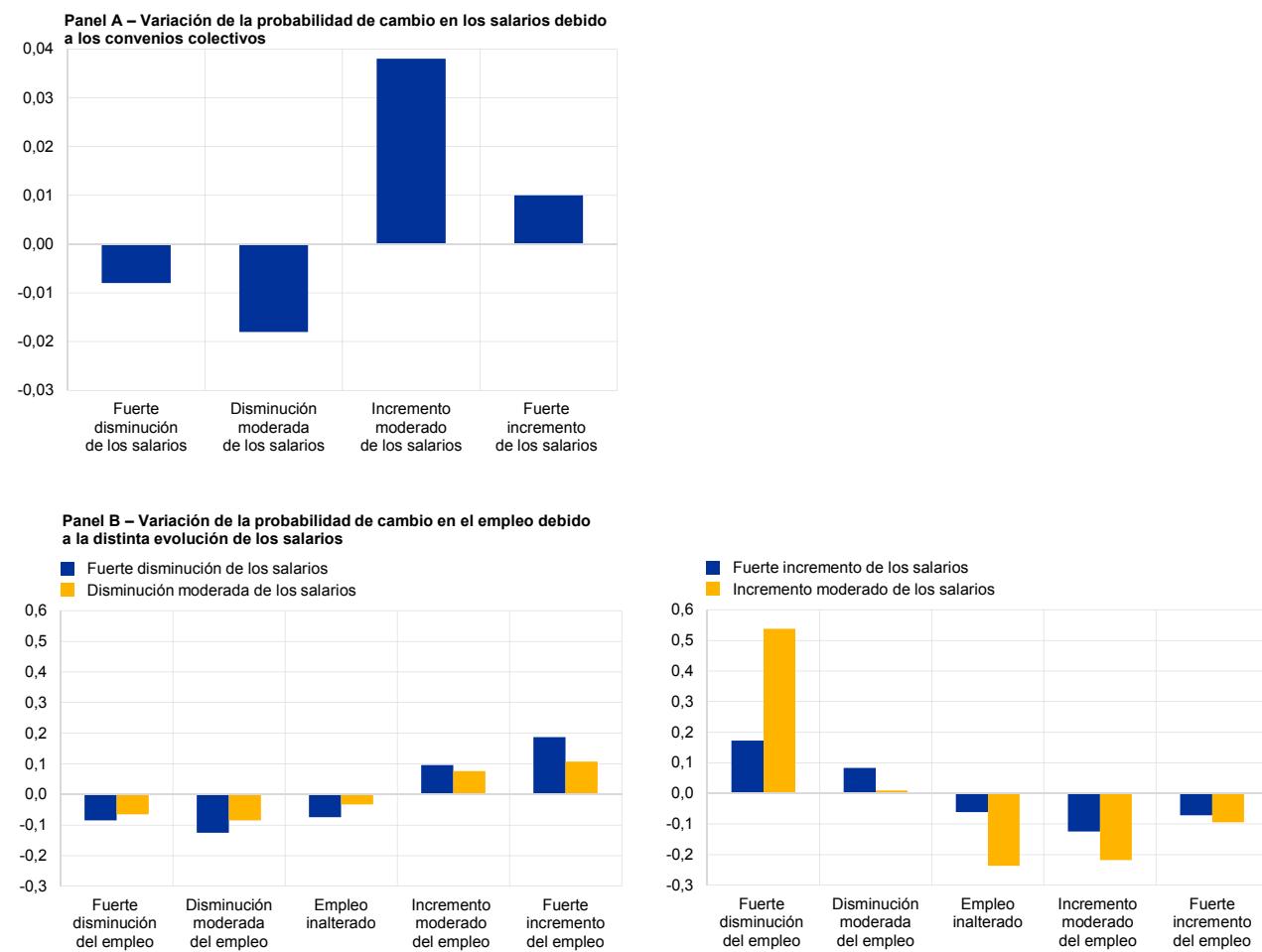
---

<sup>26</sup> De nuevo, estos cambios de probabilidad se comparan con una situación en la que la demanda se mantiene inalterada.

## Gráfico C

### Respuestas de los salarios y el empleo a los convenios colectivos y la dinámica salarial

(decimales; variación de la probabilidad de cambio en los salarios (panel A); variación de la probabilidad de cambio en el empleo (panel B))



Fuentes: Marotzke *et al.* (2016).

Notas: Las estimaciones basadas en métodos probit ordenados de variables instrumentales (efectos marginales sobre la probabilidad de observar los resultados). El panel A muestra cómo la probabilidad estimada de que se produzca una cierta evolución de los salarios varía cuando aumenta la proporción de trabajadores cubiertos por un convenio colectivo. Los efectos marginales sobre la probabilidad de observar un cambio en los salarios son en términos absolutos y no en comparación con una categoría de referencia. Los resultados se basan únicamente en las empresas que experimentan una caída de la demanda, pero los parámetros y los resultados son muy similares para el conjunto de la muestra de empresas y las cinco categorías de demanda. En el panel B se presenta, para varios cambios en los salarios, la probabilidad estimada de que se produzca cierta evolución en el empleo en comparación con la categoría de referencia de salarios inalterados. Todos los parámetros son estadísticamente significativos, principalmente en el 1 %, basados en errores estándar robustos.

**Desde una perspectiva de política, los convenios colectivos parecen contribuir a las rigideces a la baja de los salarios, lo que, a su vez, puede intensificar las pérdidas de empleo durante las recesiones.** Durante la crisis, algunos países de la zona del euro introdujeron reformas que ofrecieron a las empresas más posibilidades de tratar de llevar a cabo negociaciones colectivas a nivel de empresa y abandonar los convenios colectivos más centralizados que obligan a las empresas a aplicar convenios colectivos nacionales, regionales o sectoriales. La motivación fue, en parte, la de permitir a las empresas negociar convenios colectivos relacionados más estrechamente con las condiciones económicas concretas a las que se enfrentan. Otros resultados de la encuesta de la WDN han mostrado que las reformas en materia de negociación colectiva en ese sentido han facilitado a las

empresas el ajuste de los salarios<sup>27</sup>. Por tanto, introducir nuevas reformas en esa dirección podría ser beneficioso para los países de la zona del euro y podría reducir las pérdidas de empleo en recesiones futuras.

---

<sup>27</sup> Por ejemplo, la encuesta de la WDN mostró que las empresas españolas percibían que, durante la crisis, se había vuelto más fácil ajustar los salarios y que esto se debía, al menos en parte, a las reformas de la legislación laboral española (donde, por ejemplo, se reformó el sistema de negociación colectiva para dar prioridad a los convenios a nivel de empresa sobre los convenios sectoriales o regionales). Véase el recuadro titulado «Firms perceptions of changes in the ease of labour market adjustment and the role of reforms in stressed euro area countries during the periods 2010-13 (based on the WDN3 survey)», del artículo titulado «New evidence on wage adjustment in Europe during the period 2010-2013», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

## 4

## El papel de los efectos de comparación de la energía en la evolución de la inflación a corto plazo

**El actual aumento de la inflación general medida por el IAPC se debe en gran medida al incremento de la tasa de variación de los precios de la energía.**

La inflación medida por el IAPC aumentó un 1,1 % en diciembre de 2016, desde el 0,6 % registrado el mes anterior, debido sobre todo a un repunte de casi cuatro puntos porcentuales de la tasa de variación de los precios de la energía entre noviembre y diciembre de 2016. Este repunte fue reflejo de dos factores: una fuerte subida intermensual de los precios de la energía y un considerable efecto de comparación (*base effect*) al alza. En este recuadro se muestra que los efectos de comparación también desempeñarán un papel importante en el aumento de la inflación medida por el IAPC a principios de 2017.

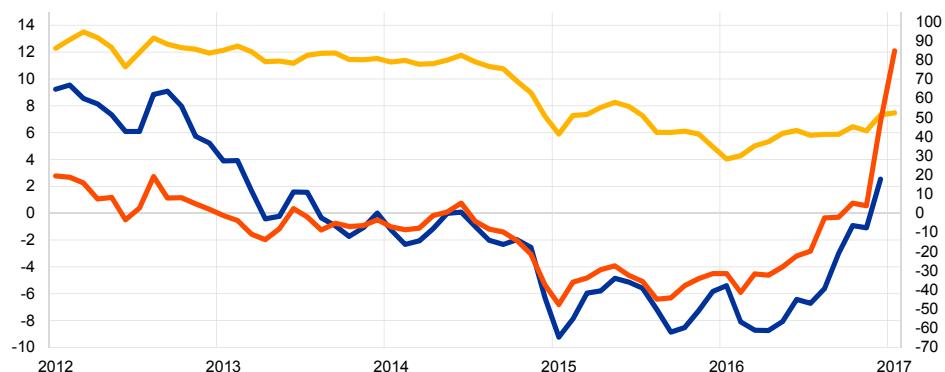
**La reciente decisión de los países productores de petróleo de reducir la oferta se ha traducido en un alza de los precios del petróleo<sup>28</sup>.** Entre noviembre y diciembre, los precios del petróleo en euros se incrementaron en torno al 20 %, lo que se transmitió con rapidez al componente energético del IAPC (véase gráfico A). Sin embargo, gran parte del aumento de la tasa de variación de los precios de la energía en diciembre de 2016 se debió a un efecto de comparación al alza. Estos efectos se refieren a la medida en que las variaciones intermensuales de la tasa de inflación interanual pueden explicarse por la «eliminación» del índice de precios de una variación intermensual atípica registrada 12 meses antes, en este caso, diciembre de 2015.

**Gráfico A**

Precios del petróleo y componente energético del IAPC

(euros por barril y tasas de variación interanual)

- Componente energético del IAPC, tasa de variación interanual (escala izquierda)
- Precio del Brent, euros por barril (escala derecha)
- Precio del Brent en euros, tasas de variación interanual (escala derecha)



Fuentes: Bloomberg y Eurostat.

<sup>28</sup> Véase el recuadro titulado «El impacto del acuerdo de la OPEP de noviembre de 2016 sobre el mercado del petróleo», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016.

**Los efectos de comparación de la energía tendrán un fuerte impacto en la evolución de la inflación medida por el IAPC en los próximos meses.**

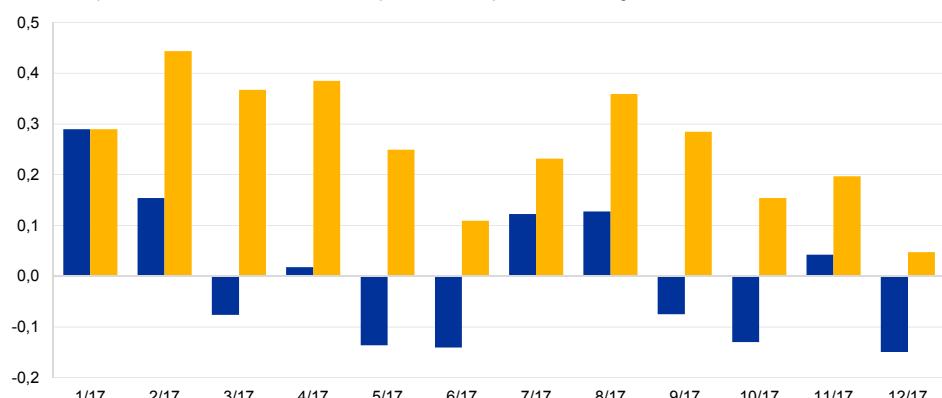
La cuantificación de los efectos de comparación está sujeta a un cierto grado de incertidumbre, dado que no hay una única manera de calcular el impacto de una variación intermensual atípica. En análisis anteriores incluidos en el *Boletín Económico* o en el *Boletín Mensual* del BCE, este impacto se calculó sustrayendo la variación intermensual observada del movimiento típico, es decir, un efecto estacional estimado y una «tendencia», cuantificada como la variación intermensual media desde mediados de los años noventa<sup>29</sup>. El gráfico B muestra la contribución estimada de los efectos de comparación del componente energético a la variación de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de un mes a otro que se registrará en 2017. Se estima que esta contribución será positiva hasta febrero de 2017, bastante débil en marzo y abril, y negativa en mayo y junio. La segunda mitad de 2017 se caracterizará asimismo por una sucesión de efectos de comparación positivos y negativos. El impacto acumulado de los efectos de comparación de la inflación de la energía sobre la inflación general medida por el IAPC se muestra siempre en relación con un mes de referencia concreto. Por ejemplo, en relación con la tasa de inflación interanual de diciembre de 2016, el impacto acumulado de los efectos de comparación de la inflación de la energía sobre la inflación general medida por el IAPC ascenderá a más de 0,4 puntos porcentuales en febrero de 2017. Sin embargo, como estos efectos serán predominantemente negativos en los meses siguientes, el impacto acumulado sobre la inflación general medida por el IAPC será poco significativo en diciembre de 2017.

**Gráfico B**

Contribución de los efectos de comparación de los precios de la energía a la evolución de la inflación medida por el IAPC

(contribuciones en puntos porcentuales)

■ Efectos de comparación del componente energético  
■ Impacto acumulado de los efectos de comparación de los precios de la energía en relación con diciembre de 2016



Fuente: Cálculos del BCE.

<sup>29</sup> Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014.

No obstante, al valorar el impacto de los efectos de comparación sobre la posible inflación de la energía y la inflación general medida por el IAPC en los próximos meses, se debe tener en cuenta, asimismo, que las futuras tasas de inflación interanual también dependerán, evidentemente, de las variaciones intermensuales observadas en los precios de la energía durante el período intermedio, lo que, a su vez, reflejará en gran medida la evolución de los precios del petróleo en ese momento. Claramente, la fuerte subida de los precios del petróleo y de la energía desde diciembre de 2016 tendrá un efecto al alza sobre la evolución de la inflación medida por el IAPC a principios de 2017, que se añadirá al impacto acumulado de los efectos de comparación de la energía de más de 0,4 puntos porcentuales en febrero de 2017.

## 5

### ¿Cuáles han sido los determinantes de la evolución de las expectativas de inflación de la encuesta a expertos en previsión económica?

**El período posterior a 2012 se ha caracterizado por una caída acusada y, en gran medida, inesperada de la inflación medida por el IAPC.** La inflación medida por el IAPC cayó más o menos de forma continuada desde tasas superiores al 2 % hasta aproximadamente un –0,5 % a principios de 2015, y se mantuvo en tasas muy bajas hasta mediados de 2016 (véase gráfico A). La magnitud y el carácter sostenido de esta caída dio lugar a errores sucesivos en las proyecciones de inflación realizadas por todas las instituciones que formulan previsiones, incluidas las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y del BCE. En este recuadro se examinan el carácter y las posibles fuentes de las revisiones de las expectativas de inflación agregada de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE<sup>30</sup>.

#### Gráfico A

##### Inflación medida por el IAPC y expectativas de inflación medida por el IAPC en rondas sucesivas de la EPE

(tasas de variación interanual; las líneas grises representan las expectativas a 12 meses, 24 meses y cinco años en rondas sucesivas de la EPE; la línea azul muestra la inflación observada medida por el IAPC)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en los resultados de la EPE.

**La caída de la inflación medida por el IAPC ha ido acompañada de sucesivas revisiones a la baja de las expectativas de inflación de la EPE.** Estas revisiones a la baja fueron mayores en el caso de las expectativas de inflación a corto plazo, lo que implica en un principio una pendiente más acusada del perfil de la inflación esperada (véase gráfico A). A partir de 2015, la senda de la inflación esperada redujo su pendiente y, en cambio, empezó a desplazarse hacia la derecha en el tiempo, al mantenerse la inflación en niveles bajos. Las expectativas de inflación a largo plazo (a cinco años vista) también disminuyeron, aunque en menor medida,

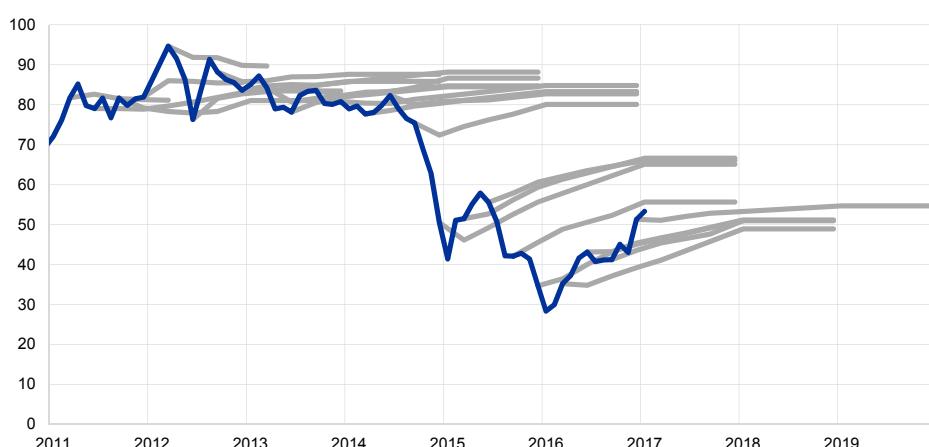
<sup>30</sup> Para más información sobre la encuesta a expertos en previsión económica, se puede consultar <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

y se situaron en el 1,8 %, en promedio, desde el primer trimestre de 2016, frente a una media del 2 % en 2012. Es probable que los determinantes de los cambios en las expectativas de inflación a corto y largo plazo sean diferentes, y otros datos de la EPE pueden arrojar luz sobre los distintos factores. Estos datos, recogidos desde principios de la década de 2000, incluyen supuestos de los expertos relativos a los precios del petróleo, al tipo de cambio del euro frente al dólar y a las expectativas de crecimiento de los salarios.

**Possiblemente la principal fuente de las revisiones de las perspectivas de inflación a corto plazo ha sido la caída de los precios del petróleo.** Durante gran parte del período en que se registraron sobrepredicciones recurrentes de la inflación, las expectativas agregadas de los precios del petróleo en euros recogidas en la EPE fueron sistemáticamente demasiado elevadas (véase gráfico B). La información procedente de un cuestionario especial sugiere que las expectativas de los precios del petróleo de la EPE se ven afectadas, en una medida razonable, por los precios futuros<sup>31</sup>. Este es también uno de los supuestos técnicos de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema/BCE y explica una parte importante de los errores de estas proyecciones durante los últimos años.

#### **Gráfico B Precio del Brent y expectativas de los precios del petróleo en rondas sucesivas de la EPE**

(euros por barril; las líneas grises representan los supuestos de los expertos en previsión en rondas sucesivas de la EPE para los cuatro trimestres siguientes y, cuando están disponibles, las medidas anuales para uno y dos años después de la encuesta; la línea azul muestra los precios del petróleo observados)



Fuentes: Bloomberg, BPI y cálculos del BCE basados en los resultados de la EPE.

Nota: La última parte de cada previsión de la EPE se representa suponiendo que el valor indicado para el último año en su conjunto se aplica a cada trimestre de ese año.

**Las perturbaciones en las expectativas de los precios del petróleo han tenido habitualmente un efecto significativo sobre las expectativas de inflación a corto plazo, pero poca influencia en las expectativas a largo plazo.**

Los precios del petróleo pueden afectar a la inflación directamente a través del componente energético del IAPC, e indirectamente a través del efecto sobre los costes de producción en general. No obstante, a menos que la evolución de los

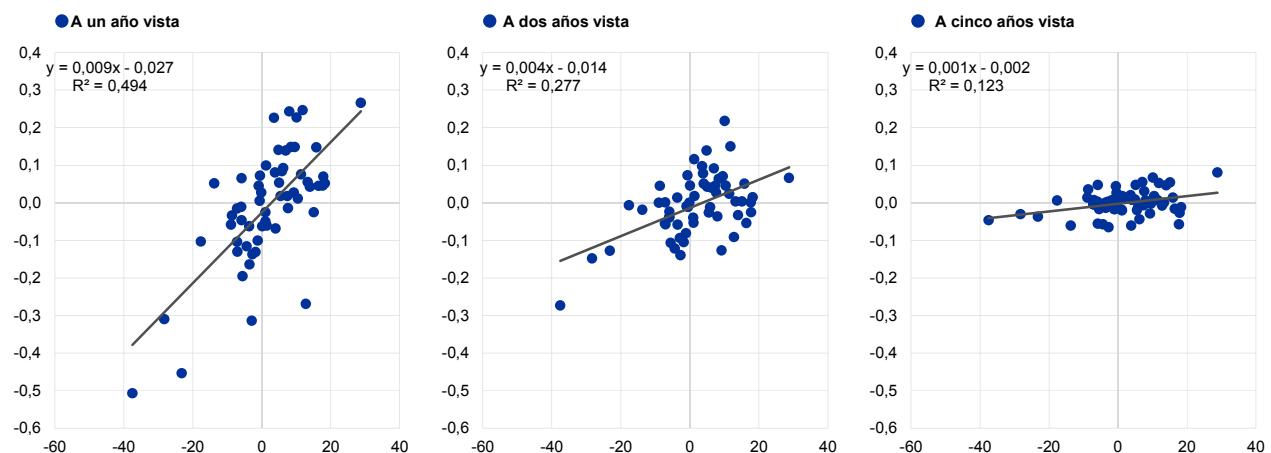
<sup>31</sup> Véase «Results of the second special questionnaire for participants in the ECB Survey of Professional Forecasters», BCE, enero de 2014.

precios del petróleo active efectos de segunda vuelta, sus efectos directos e indirectos deberían desaparecer en un horizonte de cinco años<sup>32</sup>. Los paneles del gráfico C muestran que la fortaleza de la relación entre las variaciones en las expectativas de la EPE sobre los precios del petróleo y sobre la inflación disminuye a medida que aumenta el horizonte de predicción. En promedio, un incremento del 10 % en las expectativas de los precios del petróleo a un año vista ha estado asociado a un aumento de 0,1 puntos porcentuales en las expectativas de inflación a un año vista, pero no hay relación significativa entre las expectativas de los precios del petróleo y las expectativas de inflación a cinco años vista.

### Gráfico C

#### Cambios en las expectativas de la EPE sobre los precios del petróleo en euros y sobre la inflación medida por el IAPC

(puntos porcentuales; eje de abscisas: variación intertrimestral de los precios del petróleo esperados a un año vista; eje de ordenadas: variación intertrimestral de la inflación esperada en tres horizontes temporales diferentes)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en los resultados de la EPE.

Nota: Basados en un período muestral comprendido entre 2002 y 2016.

#### **En los últimos años, ha habido una relación escasa entre las expectativas de inflación a largo plazo y las tendencias de la inflación observada.**

Las expectativas de inflación a largo plazo pasaron de alrededor del 2 % a aproximadamente un 1,8 % durante los años 2013 y 2014. Sin embargo, desde el inicio de 2015 las expectativas de inflación a largo plazo han sido estables, pese al significativo descenso de la inflación medida por el IAPC en términos de la media móvil observada de cinco años (véase gráfico D).

**Del mismo modo, el retroceso de las expectativas a largo plazo relativas al crecimiento de la remuneración por asalariado fue mucho menor que la caída en términos de la media móvil observada de cinco años.** Además, el crecimiento de la remuneración por asalariado resultó ser menor de lo esperado en la EPE y en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema/BCE. Es probable que los errores de predicción de la EPE y del Eurosistema/BCE se hayan debido a un

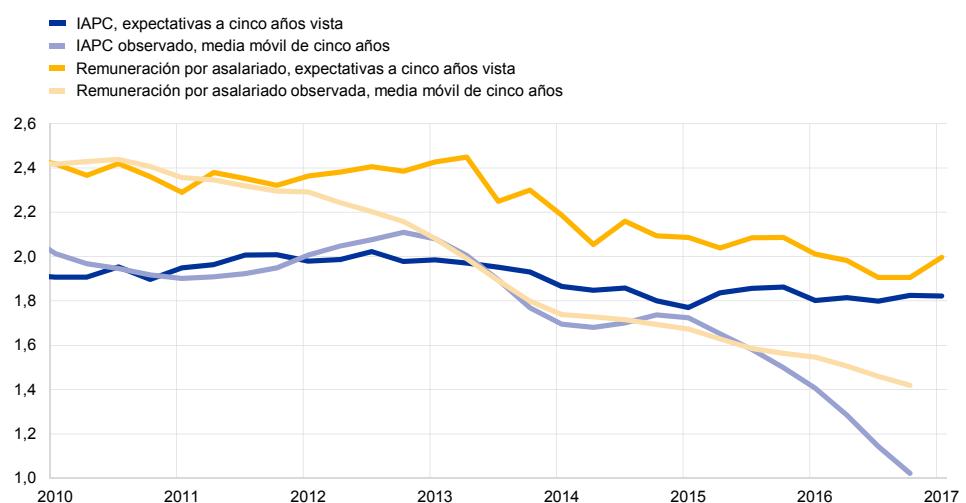
<sup>32</sup> Un ejemplo de efecto de segunda vuelta sería que una subida de la inflación propiciada por un alza de los precios del petróleo se tradujera en demandas de salarios más elevados, y ello, a su vez, en un incremento de los precios. Para más información sobre la manera en que los precios de la energía afectan a la inflación, véase «Energy markets and the euro area macro economy», *Structural Issues Report*, BCE, 2010.

conjunto similar de factores, como una infravaloración de la holgura del mercado de trabajo, una mayor flexibilidad salarial como consecuencia de la profundidad de la crisis y de las posteriores reformas estructurales en los mercados de trabajo, un aumento mayor de los empleos con productividad baja y los efectos del entorno de baja inflación<sup>33</sup>.

#### Gráfico D

#### Expectativas de la EPE relativas al crecimiento de la inflación y de los salarios a cinco años vista

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en los resultados de la EPE.

**En general, la EPE sigue mostrando que las expectativas de inflación medida por el IAPC a largo plazo siguen estando ancladas.** En la encuesta correspondiente al primer trimestre de 2017, las expectativas de inflación medida por el IAPC a largo plazo se mantuvieron en el 1,8 %, continuando el desplazamiento lateral en el tiempo observado desde comienzos de 2015. Esto indica que la mayor parte de los encuestados en la EPE esperaban que las anteriores caídas de la inflación tuvieran solo un carácter transitorio, lo que podría apuntar, a su vez, a la percepción entre los expertos en previsión de que la contundente respuesta de política monetaria del BCE ante la baja inflación ha ayudado a estabilizar las perspectivas de estabilidad de precios en el largo plazo.

<sup>33</sup> Véase el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.