

# Recuadros

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

Julia Doleschel y Ana-Simona Manu

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

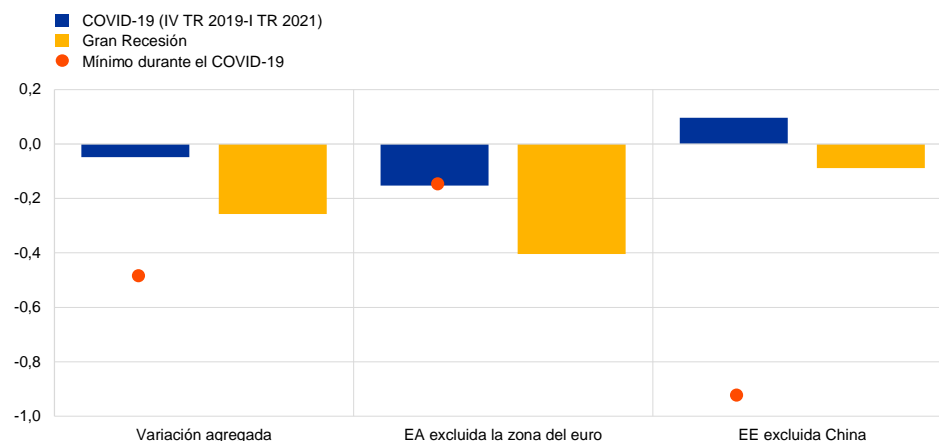
Desde una perspectiva de función de producción, la reducción del producto potencial puede deberse a: i) la caída de la contribución de factores de producción (trabajo y capital), y/o ii) las menores ganancias tecnológicas (es decir, la eficiencia con la que se combinan los factores productivos). Aunque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

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

## Gráfico A

### Variación acumulada del factor capital

(puntos porcentuales)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

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

**En cambio, la disminución de las horas trabajadas durante la pandemia fue mucho más acusada que en el período de la Gran Recesión, debido tanto a las mayores pérdidas de empleo como al descenso de las horas trabajadas por ocupado.** Las medidas generalizadas de confinamiento impidieron que las personas acudieran a su trabajo, ya que las empresas cerraron o redujeron su actividad, mientras que el cierre de los centros educativos incrementó la necesidad de cuidar a los hijos en casa. En términos agregados, en 2020, las horas trabajadas descendieron un 8 % con respecto a 2019, aproximadamente 2,5 veces más que durante la Gran Recesión. Esta evolución obedeció a una caída en igual proporción del empleo y del número de horas trabajadas por ocupado<sup>1</sup>. El deterioro del mercado de trabajo se observó en todos los países, aunque fue algo más pronunciado en las economías emergentes. En comparación, durante la Gran Recesión, la reducción del total de horas trabajadas fue consecuencia, en gran parte, de pérdidas de empleo, y fue mayor en las economías avanzadas (gráfico B). A medida que la recuperación se va afianzando, se produce una reincorporación parcial de desempleados y trabajadores con una vinculación débil (*marginally attached*)<sup>2</sup> con el mercado laboral, como indican la caída de la tasa de paro y el aumento de la tasa de actividad (gráfico C).

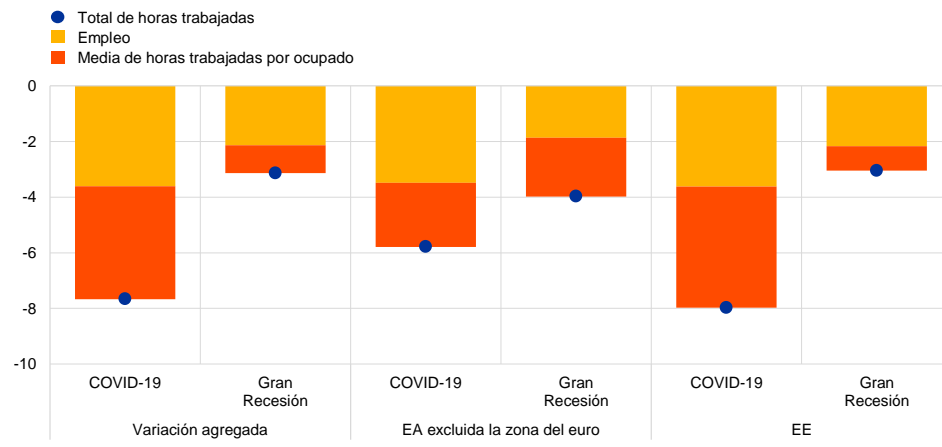
<sup>1</sup> Para aislar las variaciones de las horas trabajadas de las tendencias demográficas, la medida más utilizada es el número total de horas trabajadas al año dividido por la población en edad de trabajar. En el caso de las economías emergentes, esta cifra ya mostraba una senda descendente antes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

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

## Gráfico B

### Variación del total de horas trabajadas

(tasas de variación; contribuciones en puntos porcentuales)



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

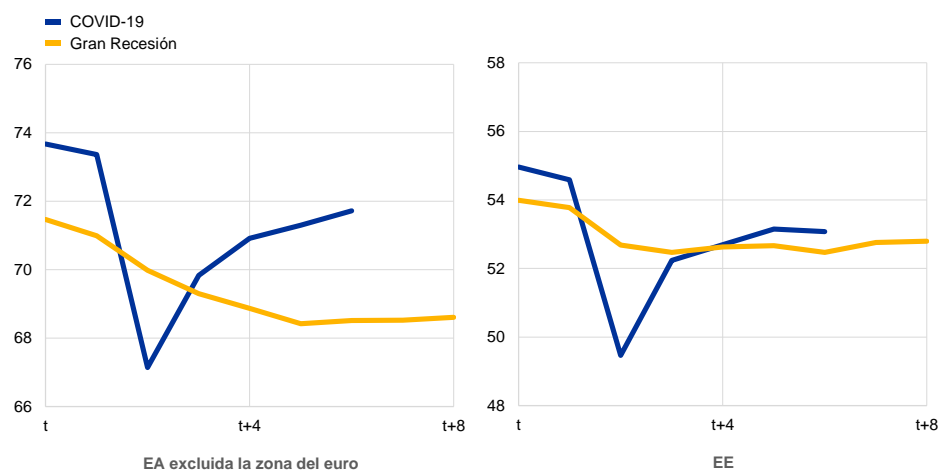
Notas: La medida utilizada para aislar las variaciones de las horas trabajadas de las tendencias demográficas es el número total de horas trabajadas al año dividido por la población en edad de trabajar. COVID-19 se refiere a la variación entre 2019 y 2020, mientras que la Gran Recesión hace referencia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

## Gráfico C

### Evolución del mercado de trabajo

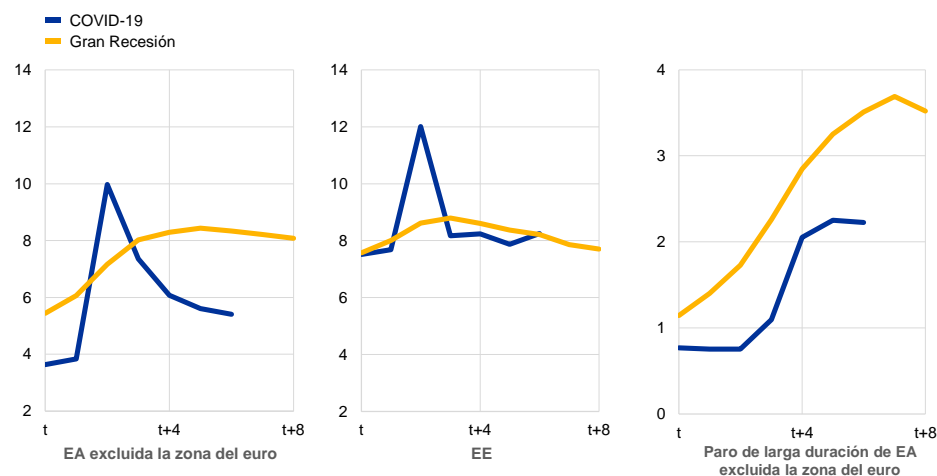
#### a) Tasa de ocupación

(porcentaje de la población en edad de trabajar)



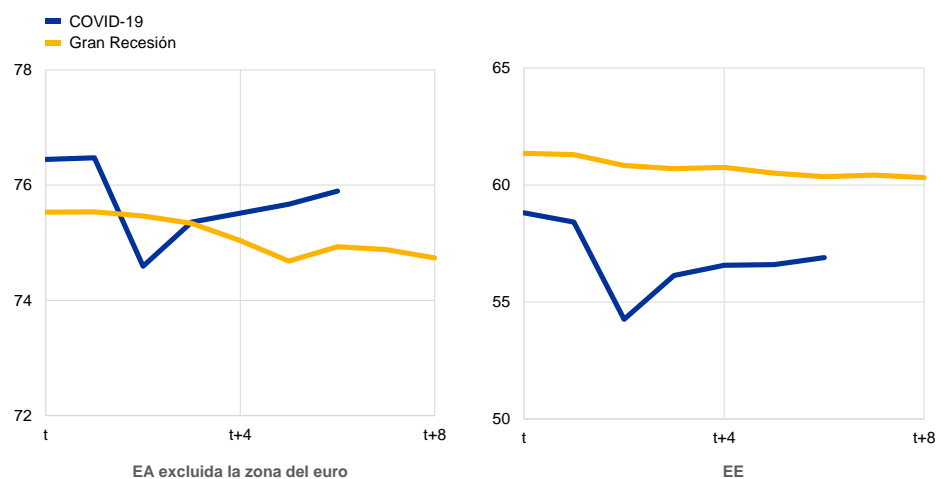
## b) Tasa de paro observada y de larga duración

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



## c) Tasa de actividad de la fuerza laboral

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



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

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

reintegrarse en el mercado de trabajo<sup>3</sup>. Como las madres, en particular aquellas con hijos más pequeños, han sido más propensas a asumir las responsabilidades de su cuidado, el impacto sobre el empleo potencial probablemente tenga su origen en la disminución de la participación femenina en el mercado de trabajo. Los datos disponibles sugieren que la caída de la participación laboral de las madres contribuyó en torno a un 20 % al descenso de la participación total de trabajadores entre los 25 y los 54 años (*prime age*)<sup>4</sup>. Al mismo tiempo, las recesiones pueden incentivar a las personas a prolongar sus estudios o a reanudarlos durante unos años como alternativa preferible al subempleo o el desempleo. Esto añadiría presiones a la baja sobre la participación en el mercado laboral en el corto plazo, pero incrementaría la productividad a más largo plazo.

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

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

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

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

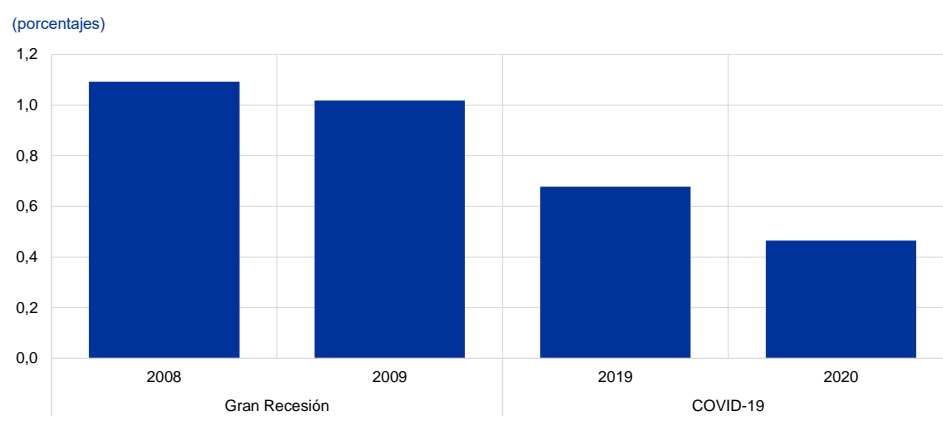
<sup>5</sup> Medida por la tasa de paro no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés).

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

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

### Gráfico D

#### Crecimiento tendencial de la productividad total de los factores



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

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

**En general, el nivel del producto potencial mundial ha disminuido durante la pandemia, aunque menos que en el período de la Gran Recesión, y principalmente como consecuencia de factores temporales.** La inversión se vio perjudicada, pero su caída fue breve. Además, la debilidad de los mercados de trabajo redujo temporalmente el empleo potencial, y hay indicaciones de un retroceso en el avance de la PTF. De cara al futuro, las perspectivas relativas al producto potencial mundial dependen del ajuste a la situación económica pospandemia y, en gran medida, de la retirada gradual de las medidas de apoyo público. El amplio alcance de los estímulos proporcionados por las políticas monetaria y fiscal contribuyó a evitar una oleada de quiebras y el desempleo masivo. En consecuencia, una retirada prematura del apoyo podría ser costosa y lastrar el producto potencial de la economía (por ejemplo, a través de quiebras ineficientes<sup>7</sup> y retiradas de capital). La aplicación de una combinación adecuada de políticas de empleo será fundamental para promover una recuperación equitativa y sostenible de la crisis del COVID-19, y ayudará a los trabajadores a evitar su desvinculación permanente del mercado laboral.

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

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

**Gabe de Bondt, Friderike Kuik y Richard Morris**

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos entre el BCE y representantes de 68 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 4 y el 13 de octubre de 2021<sup>1</sup>.

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

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

---

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

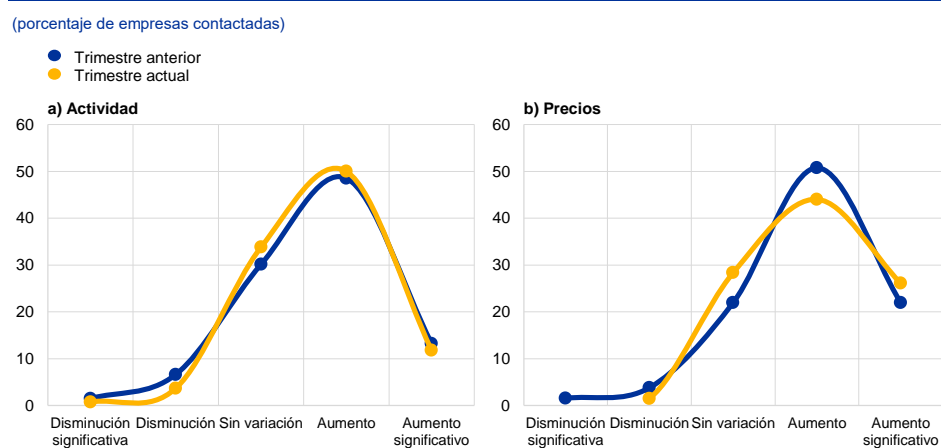
los servicios relacionados. Con todo, la reciente subida de los precios energéticos estaba generando más incertidumbre en torno a la producción en sectores intensivos en energía. Además, el aumento de la inflación podría reducir la renta real disponible y la demanda de consumo final. Los contactos indicaron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

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

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

**Gráfico A**

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



Fuente: BCE.

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

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



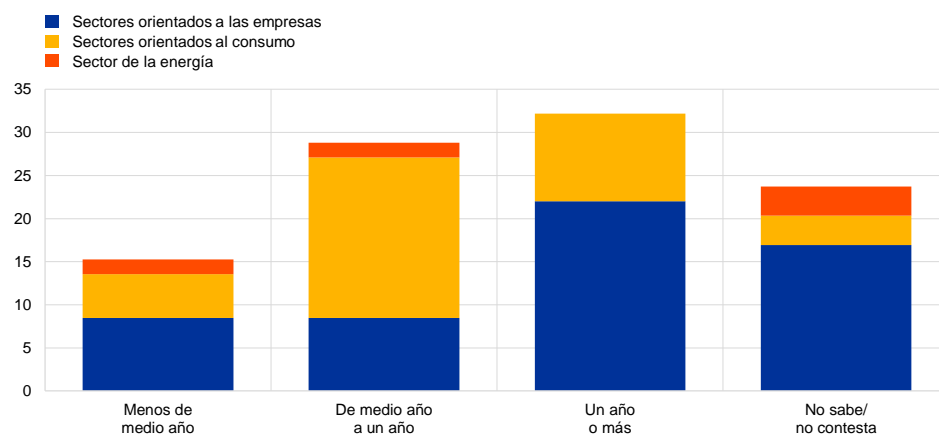
ritmo de crecimiento observado en muchos años. Con todo, la persistencia de unos costes elevados o crecientes de los insumos, así como el fuerte incremento reciente de los precios de la energía, hicieron que numerosos contactos aumentaran sus expectativas de precios para el próximo año y que anticiparan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

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

## Gráfico B

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

(porcentaje de empresas contactadas)



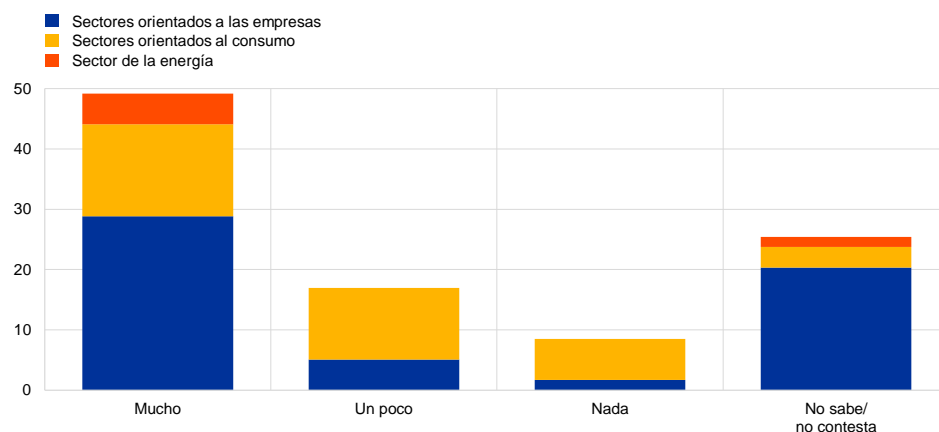
Fuente: BCE.

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

## Gráfico C

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

(porcentaje de empresas contactadas)



Fuente: BCE.

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

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

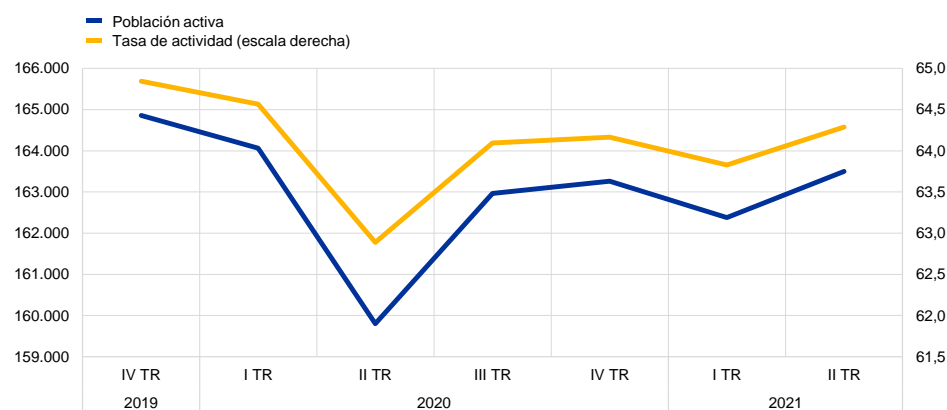
Katalin Bodnár y Derry O'Brien

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

**La oferta de trabajo en la zona del euro sigue viéndose afectada negativamente por la pandemia.** La tasa de actividad de la zona —uno de los principales indicadores de la oferta de trabajo— se situó en el 64,3 % en el segundo trimestre de 2021, frente al mínimo del 62,9 % registrado en el segundo trimestre de 2020 (gráfico A)<sup>1</sup>. Con todo, continúa en torno a 0,6 puntos porcentuales por debajo de su nivel previo a la pandemia (cuarto trimestre de 2019), lo que supone alrededor de 1,4 millones de trabajadores menos en la población activa<sup>2</sup>. Datos mensuales de desempleo más recientes, aunque todavía preliminares, correspondientes a julio y agosto sugieren que la población activa se recuperó ligeramente en el tercer trimestre de 2021.

**Gráfico A**  
Oferta de trabajo en la zona del euro

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



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

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

**La evolución reciente de la población activa ha tendido a reflejar, en parte, la severidad de las medidas de contención de la pandemia.** En los países de la zona del euro, las cifras de población activa descendieron de forma acusada en el segundo trimestre de 2020 (gráfico B), fundamentalmente debido a la caída del empleo, ya que el número de trabajadores en paro solo experimentó un leve retroceso. Sin embargo, es probable que el apoyo generalizado proporcionado por los programas de mantenimiento del empleo haya frenado el tránsito del empleo a la inactividad, lo que ha evitado una reducción mucho mayor de la población activa. A raíz de cierta relajación de las medidas de contención en el tercer trimestre de 2020, se produjo un repunte rápido, aunque parcial, de la población activa, si bien ello se debió, en parte, a un aumento del número de desempleados. La severidad de las medidas de contención continuó reflejándose posteriormente, en cierta medida, en la evolución de la población activa, lo que explica el nuevo descenso transitorio de sus efectivos en el primer trimestre de 2021. Este comportamiento de la población activa estuvo muy acompasado con el movimiento en sentido contrario del número de trabajadores desanimados, es decir, aquellos que están disponibles para trabajar, pero no buscan empleo activamente (por ejemplo, porque creen que no lo van a encontrar) y, por lo tanto, se consideran inactivos. Esta estrecha correspondencia entre la población activa y los trabajadores desanimados contrasta con el patrón observado antes de la pandemia y puede deberse, en parte, al hecho de que la población en edad de trabajar apenas ha cambiado durante la pandemia, mientras que, hasta entonces, había ido en aumento. Ya antes de la pandemia se preveía una desaceleración del crecimiento de la población en edad de trabajar como consecuencia del envejecimiento poblacional, ya que las cohortes que entran en esa edad son menos numerosas que las que la dejan atrás<sup>3</sup>. Se esperaba que la inmigración neta a la zona del euro contrarrestara esta tendencia y permitiera que la población en edad de trabajar siguiera incrementándose. Sin embargo, si se consideran las estadísticas de población por nacionalidad, el crecimiento de la población extranjera en la zona del euro se ha interrumpido desde que comenzó la crisis de la pandemia, mientras que anteriormente aumentaba. Aunque las limitaciones estadísticas dificultan la valoración de los efectos en la migración, se dispone de cierta evidencia de que algunos trabajadores foráneos han regresado a sus países de origen<sup>4</sup>. Como consecuencia de la moderación de la inmigración neta, la población en edad de trabajar se ha estancado en los últimos trimestres.

---

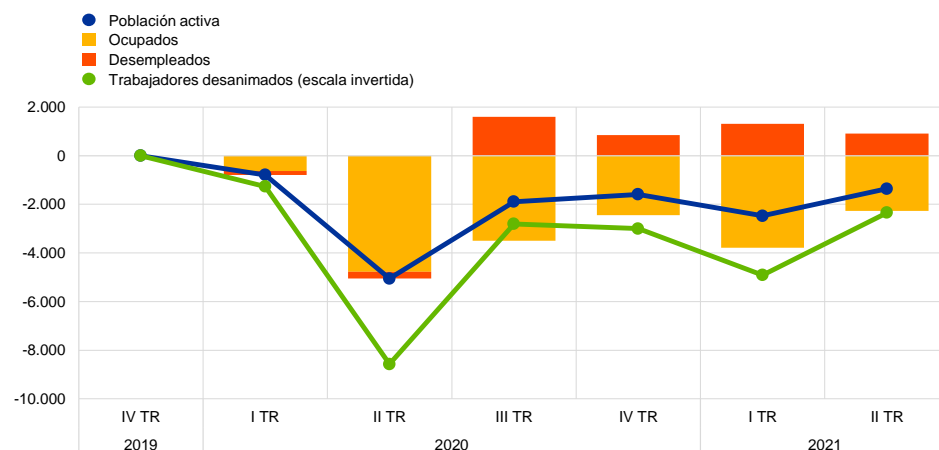
<sup>3</sup> Véase el recuadro 1, titulado «Evolution of the ECB's analytical framework», en «[The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 277, Banco Central Europeo, septiembre de 2021.

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

## Gráfico B

### Población activa y trabajadores desanimados en la zona del euro

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



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

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

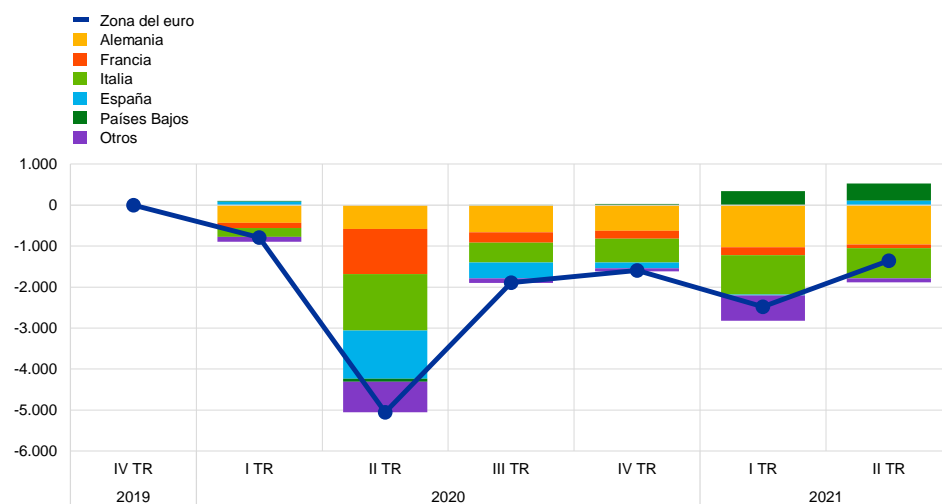
El número de trabajadores que integran la población activa continúa claramente por debajo de las cotas previas a la pandemia en Alemania e Italia, se acerca a esos niveles en Francia y España y es notablemente superior en los Países Bajos (gráfico C). Esta heterogeneidad entre países —que también ha quedado reflejada en las tasas de actividad correspondientes— puede obedecer a varios factores. Primero, los países se encuentran en etapas diferentes del proceso de envejecimiento poblacional y la población en edad de trabajar ya ha empezado a reducirse en algunos (por ejemplo, Alemania), mientras que en otros (como España) todavía está aumentando. Segundo, la tasa de actividad presenta diferencias considerables entre grupos demográficos, lo que significa que un cambio en la estructura de la población en edad de trabajar puede afectar a la población activa agregada. La proporción de cohortes de más edad ha estado creciendo en todos los países de la zona del euro, pero, como consecuencia de las diferencias de nivel entre las proporciones de las cohortes de más edad (y otras cohortes) en sus poblaciones, el efecto de su incremento tendencial sobre la población activa ha sido bastante heterogéneo<sup>5</sup>. Por último, el impacto de la pandemia en los trabajadores migrantes y, por tanto, en la oferta de trabajo, también ha sido heterogéneo entre países.

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

## Gráfico C

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

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



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

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

La tasa de actividad de los trabajadores jóvenes y de los hombres de entre 25 y 54 años era la que mostraba mayor correlación con el ciclo económico antes de la pandemia (panel a del gráfico D). Al mismo tiempo, la tasa correspondiente a los trabajadores de más edad y a las mujeres de entre 25 y 54 años era más independiente del ciclo económico. La tasa de actividad de las personas con un nivel medio de estudios presentaba una fuerte correlación con el crecimiento del PIB, mientras que los movimientos de las tasas correspondientes a los trabajadores con niveles educativos superiores e inferiores eran menos cíclicos o acíclicos. Los determinantes estructurales también eran diferentes. La tasa de actividad de los trabajadores de más edad exhibía una tendencia creciente antes de la pandemia, reflejo de su mayor nivel de estudios y del efecto de anteriores reformas de los sistemas de pensiones, entre otros factores<sup>6</sup>. Asimismo, la participación laboral de las mujeres de entre 25 y 54 años describía una trayectoria ascendente, aunque menos acusada<sup>7</sup>.

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

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

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

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

diferencia entre la tasa de actividad observada y el escenario contrafactual sin la perturbación de la pandemia— corresponde a los trabajadores de edad más avanzada y a aquellos con niveles educativos bajos y medios, respectivamente (panel b del gráfico D). La incidencia aparentemente elevada de la perturbación en la tasa de participación de los trabajadores de más edad no concuerda con patrones cíclicos anteriores. Esta discrepancia se debe al carácter singular de la perturbación. El temor a contagiarse puede ser uno de los factores determinantes de las observaciones relativas a los trabajadores mayores<sup>8</sup>. En cambio, la tasa de actividad de los jóvenes puede haberse beneficiado de la escasez de mano de obra y de su menor miedo al contagio en el lugar de trabajo<sup>9</sup>.

---

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

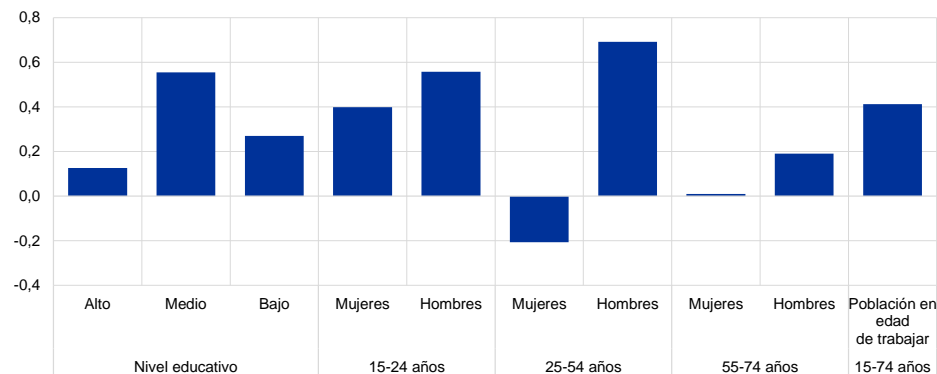
<sup>9</sup> Otros aspectos de la heterogeneidad también pueden ser importantes, pero el análisis de su papel está sujeto a limitaciones de datos. Uno de esos aspectos es el efecto de la pandemia en la inmigración. En algunos países de la zona del euro, los incrementos de la población activa antes de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

## Gráfico D

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

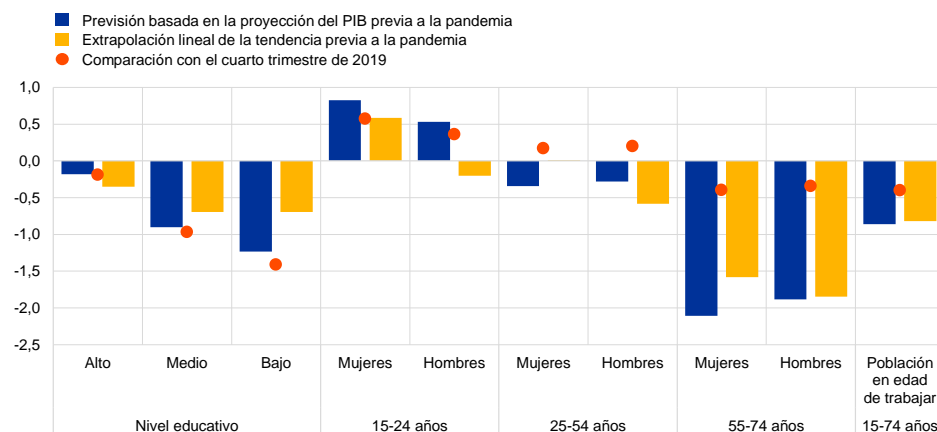
a) Correlación del componente cíclico de la tasa de actividad con la brecha de producción en el período comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el último trimestre de 2019<sup>10</sup>

(coeficiente de correlación)



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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE

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

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

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

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



incertidumbre<sup>11</sup>. Todavía no está claro si la pandemia afectará a la tendencia de la tasa de participación ni cuál será la magnitud de las cicatrices. Las estimaciones anteriores sugieren que los grupos que más habían contribuido a la tendencia al alza de esta tasa antes de la pandemia son también los principales causantes de que se sitúe por debajo de su trayectoria contrafactual. Si estos cambios se mantienen en el tiempo, el crecimiento futuro de la tasa de actividad puede ser más limitado de lo que se preveía antes de la pandemia.

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

En general, su elevada persistencia obedece fundamentalmente a la rigidez de las actividades laborales no de mercado<sup>12</sup>. Esta puede ser aún más acusada si la pandemia ha llevado a los trabajadores, en mayor medida que en crisis anteriores, a replantearse sus objetivos profesionales y a adquirir nuevas competencias retomando los estudios. Los trabajadores desanimados pueden reincorporarse a la población activa con relativa rapidez, pero incluso si su número retornara a las cifras habituales previas a la pandemia, seguiría habiendo un déficit. La recuperación de la tasa de actividad también depende de la fortaleza del repunte de la demanda de trabajo.

---

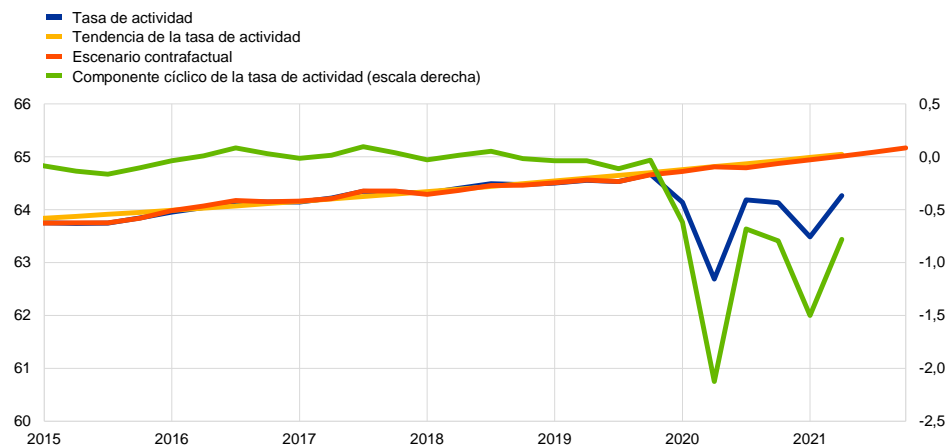
<sup>11</sup> Primero, los datos pueden someterse a revisiones mayores de lo habitual relacionadas con la aplicación en curso de la normativa IESS. Segundo, tanto la descomposición tendencia-ciclo como la extrapolación incorporan cierto grado de incertidumbre. Con el fin de valorar la robustez de la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

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

## Gráfico E

### Tendencia y componente cíclico de la tasa de actividad

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

Paloma López-García y Bela Szörfi<sup>1</sup>

**El crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro, medido por el PIB real por hora trabajada, aumentó al inicio de la pandemia de coronavirus (COVID-19) y luego disminuyó durante la posterior recuperación económica<sup>2</sup>.**

Esta evolución contradice la idea general de que la productividad es procíclica, y refleja el carácter único de esta crisis<sup>3</sup>. En el presente recuadro se examinan las tendencias recientes de la productividad laboral y se considera en qué medida algunas de ellas podrían desaparecer o consolidarse después de la crisis.

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

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

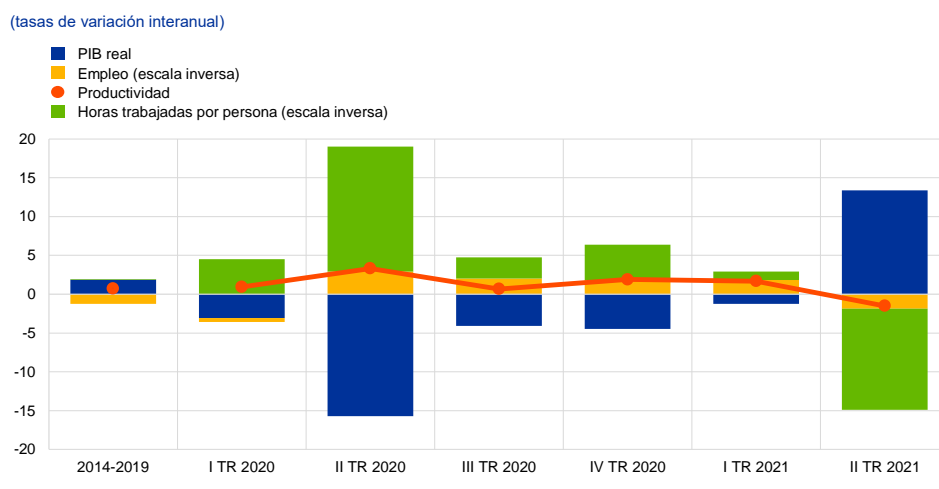
<sup>1</sup> Los autores expresan su agradecimiento a sus colegas en el BCE Vasco Botelho, Rodrigo Barreira, Paul Reims y Charles Hoffreumon por sus sugerencias.

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

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

## Gráfico A

### PIB real por hora trabajada en la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

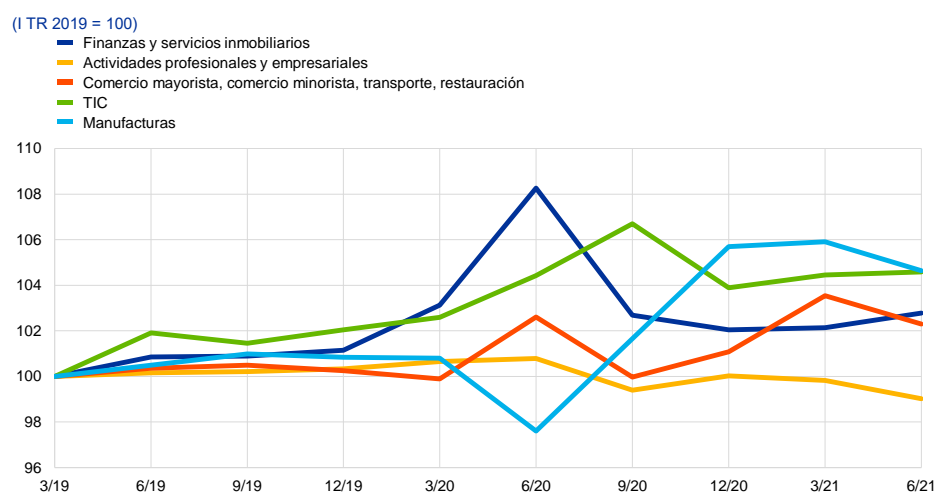
#### El crecimiento de la productividad dentro de las empresas se está viendo favorecido por la aceleración de la implantación de tecnologías digitales a raíz de la pandemia.

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

rápidas ganancias de productividad derivadas de la digitalización, en especial en aquellas empresas y ramas de actividad que hacen un uso relativamente menos intensivo de la tecnología<sup>4</sup>. Aunque, con el tiempo, la adopción del trabajo a distancia podría revertirse en parte, es probable que otra parte se mantenga, al menos en algunos sectores, lo que podría abrir la puerta a mejoras sustanciales de la productividad y del bienestar de los trabajadores<sup>5</sup>.

### Gráfico B

#### Valor añadido real por hora trabajada, distintos sectores



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE

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

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

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

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

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

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

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

**También hay indicios de que el proceso de destrucción creativa podría mejorar la productividad.** La salida de empresas poco productivas se considera la parte positiva de las crisis<sup>8</sup>. Sin embargo, la naturaleza exógena y horizontal de esta perturbación —que afecta a todas las empresas de un determinado sector— no aseguraba que fuera a tener lugar un proceso de destrucción creativa favorable a la productividad. La evidencia pone de manifiesto que se han producido menos salidas que en anteriores crisis como consecuencia de las distintas medidas de apoyo a las empresas aplicadas por los Gobiernos<sup>9</sup>. Con todo, las simulaciones realizadas por el BCE indican que las empresas con más probabilidades de salir del mercado como consecuencia de la pandemia son menos productivas que otras que han demostrado una mayor capacidad de resistencia en sus sectores (panel b del

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

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

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

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

gráfico C)<sup>10, 11</sup>. En cuanto a la entrada de empresas, datos recientes muestran que se redujo al comienzo de la crisis, pero luego se recuperó y alcanzó un nivel superior al previo a la pandemia en algunos países de la zona del euro, así como en el Reino Unido y en Estados Unidos<sup>12</sup>.

---

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

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

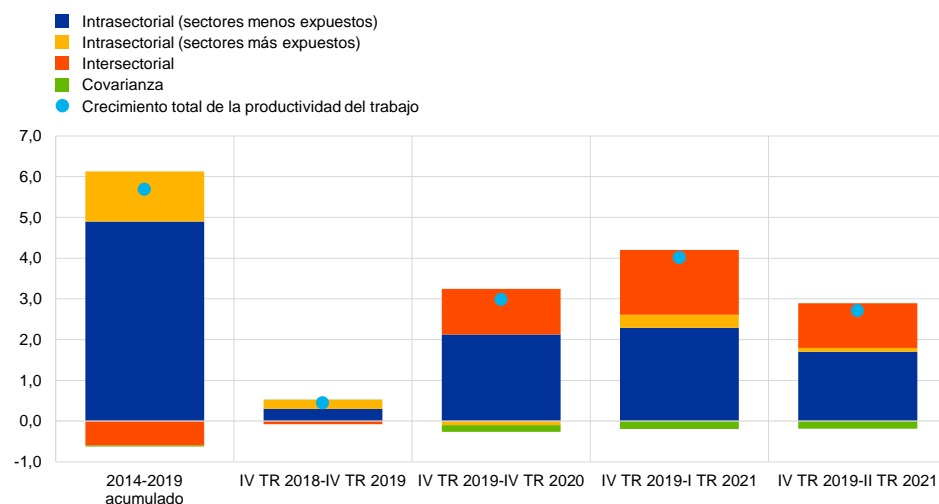
<sup>12</sup> Véase C. Criscuolo, *op. cit.*

## Gráfico C

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

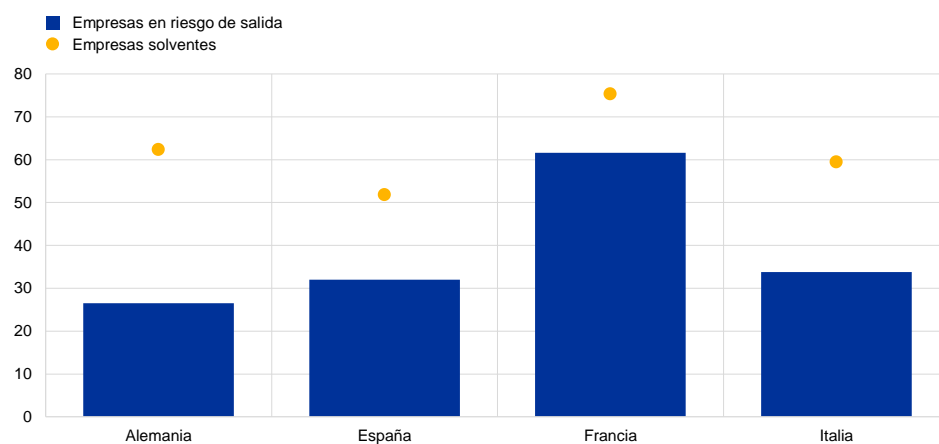
a) Contribución de la evolución inter- e intrasectorial al crecimiento de la productividad agregada

(puntos porcentuales)



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

(miles de euros)



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

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

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

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



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

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

Malin Andersson, Niccolò Battistini y Grigor Stoevsky

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

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

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

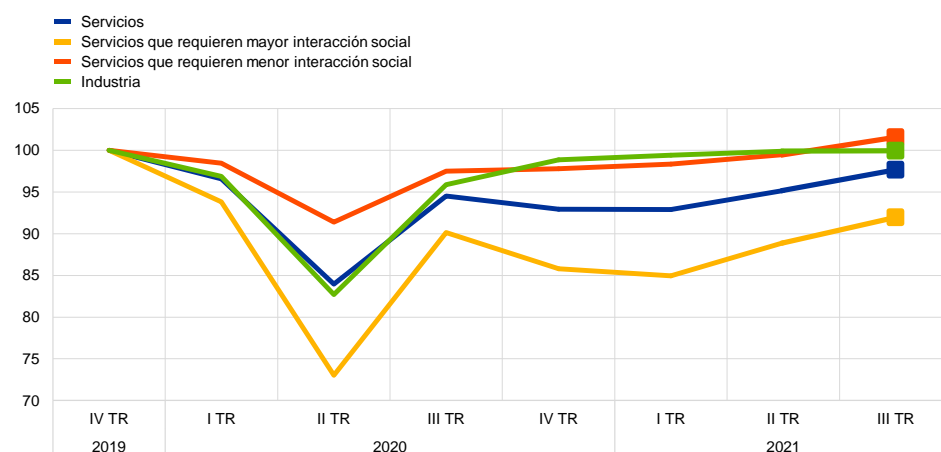
requieren una mayor interacción social se situaba aproximadamente un 8 % por debajo del registrado antes de la pandemia.

## Gráfico A

### Evolución del sector servicios

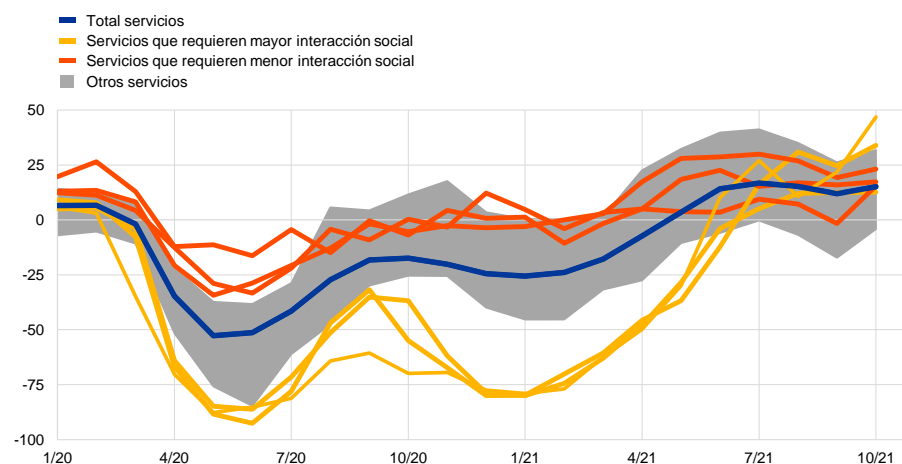
#### a) Valor añadido por sector

(IV TR 2019 = 100)



#### b) Confianza del sector servicios

(saldos netos)



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

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

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

mayoría con las medidas preventivas de contención de la pandemia<sup>2</sup>— y hasta cierto punto también en la demanda y en el factor trabajo, mientras que, en el cuarto trimestre de 2021, las restricciones financieras desempeñan un papel similar, en general, al que tuvieron antes de la pandemia (gráfico B). El factor trabajo se percibe como un factor que limita cada vez más la actividad de los servicios que requieren una mayor interacción social, como es el caso de los subsectores de alojamiento y de comidas y bebidas. A diferencia de las manufacturas, los servicios no se están viendo afectados por la escasez de materiales, pero son más sensibles a las restricciones relacionadas con la pandemia. Desde una perspectiva cíclica, el conjunto del sector servicios se encuentra en una fase expansiva en la actualidad. La mayoría de las empresas encuestadas en sectores de servicios que conllevan una mayor interacción social señala un aumento de la demanda observada y esperada, lo que sugiere una expansión en curso (gráfico C). Estos subsectores crecieron con mucha fuerza tras los dos acusados retrocesos registrados en las olas anteriores de la pandemia, lo que también se refleja en la aceleración de las presiones inflacionistas. En comparación, la variación cíclica de los servicios que comportan una menor interacción social ha sido mucho más contenida durante los 18 últimos meses.

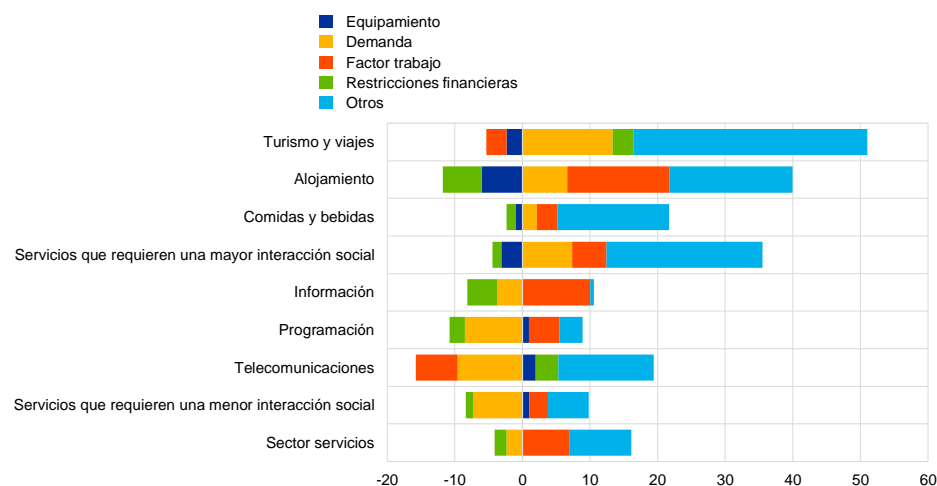
---

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

## Gráfico B

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

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



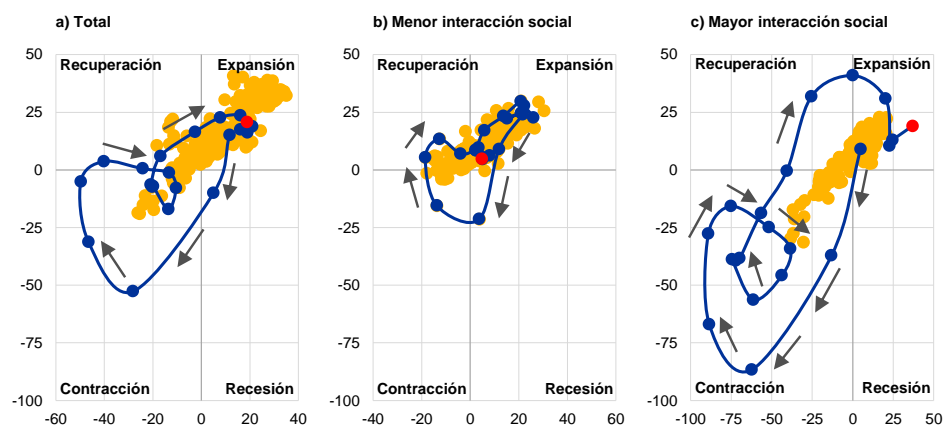
Fuente: Datos de la DG ECFIN.

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

## Gráfico C

### Evolución del ciclo de una selección de sectores de servicios

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



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

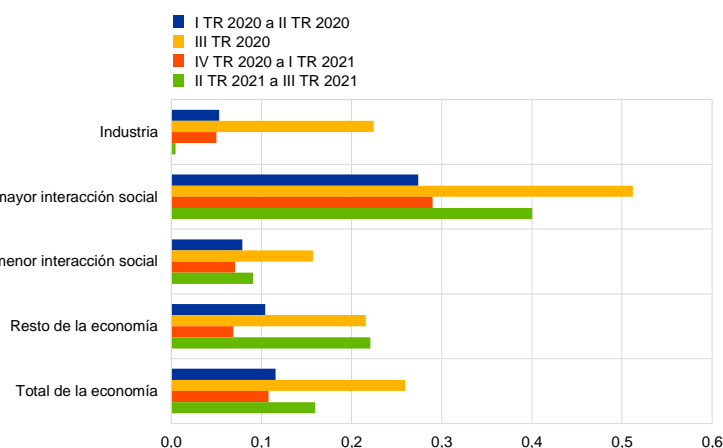
Notas: Los puntos de color amarillo se refieren al período comprendido entre enero de 2011 y enero de 2019 y las líneas azules al período comprendido entre febrero de 2020 y septiembre de 2021. «Menor interacción social» y «mayor interacción social» se refieren a los subsectores seleccionados que se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

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

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

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

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



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

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

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

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

público se retira bruscamente, las insolvencias podrían aumentar<sup>4, 5</sup>. Además, los cambios en las preferencias, como la sustitución de los viajes de trabajo y del turismo de larga distancia por soluciones híbridas de trabajo y destinos turísticos locales, podrían provocar cambios permanentes de los patrones de consumo que hagan necesaria una reasignación sectorial de la actividad<sup>6</sup>.

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

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

---

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

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

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

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

Desislava Rusinova<sup>1</sup>

**En este recuadro se presentan las tendencias pasadas y las expectativas futuras de la demanda de vivienda basadas en la nueva encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) del BCE<sup>2</sup>.** La decisión de los hogares de adquirir una vivienda depende de muchos factores, entre ellos su situación laboral y financiera, su renta y su patrimonio, y sus expectativas con respecto al nivel general de precios, los precios de la vivienda y las condiciones de los créditos hipotecarios. La CES puede ofrecer información desagregada sobre las decisiones de compra de los hogares, así como sobre algunos de sus determinantes. Por ejemplo, el porcentaje de participantes en la encuesta que han adquirido una vivienda en los doce meses anteriores puede considerarse un indicador de la demanda reciente de vivienda de distintos grupos socioeconómicos. Asimismo, la proporción de encuestados que tienen intención de comprar una vivienda en los próximos doce meses constituye un indicador adelantado de la demanda residencial. Según los encuestados en la CES, las adquisiciones de vivienda aumentaron entre el segundo y el tercer trimestre de 2020, y posteriormente se estancaron (panel a del gráfico A). Al mismo tiempo, las compras esperadas en los próximos doce meses se mantuvieron en niveles relativamente estables durante el período analizado (barras de color azul oscuro).

---

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

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

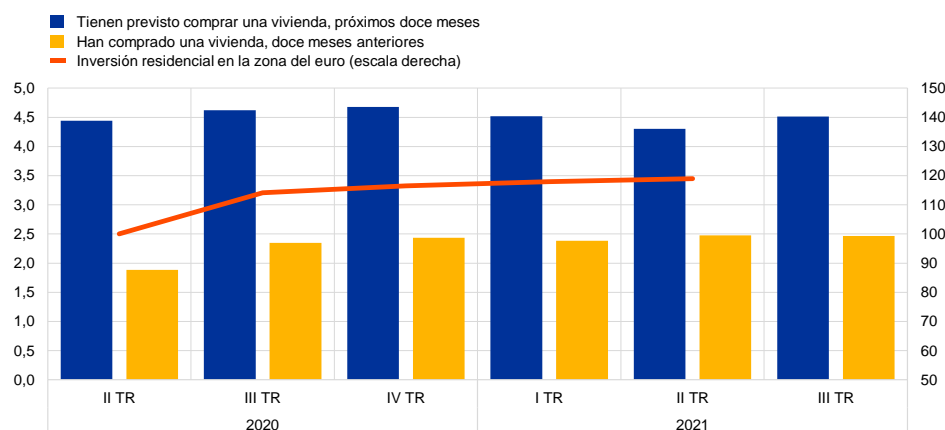


## Gráfico A

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

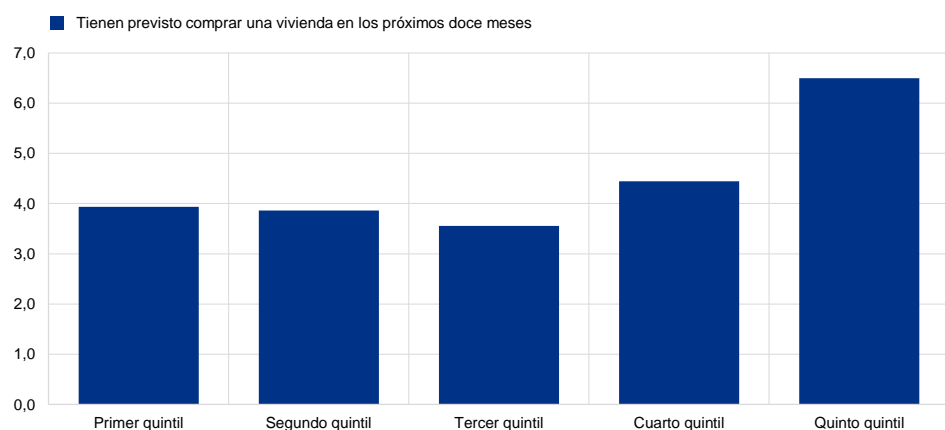
#### a) Porcentaje de encuestados que han comprado una vivienda en los doce meses anteriores o que tienen previsto adquirirla en los próximos doce meses, e inversión residencial

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



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

(porcentajes)



Fuente: CES.

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

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

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

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

---

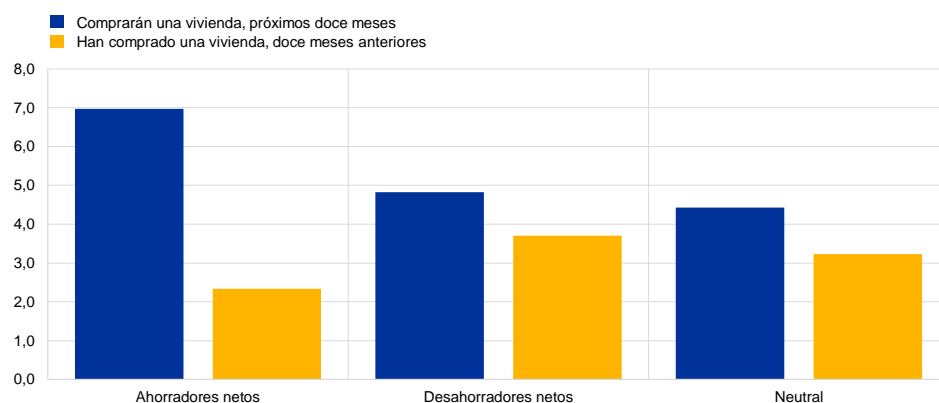
<sup>3</sup> Las descripciones se basan en las siguientes respuestas posibles del cuestionario: Ahorradores netos: «el hogar ha aportado más dinero del que ha retirado desde enero de 2020»; desahorradores netos: «el hogar ha retirado más dinero del que ha aportado», y una categoría neutral: «el hogar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

## Gráfico B

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

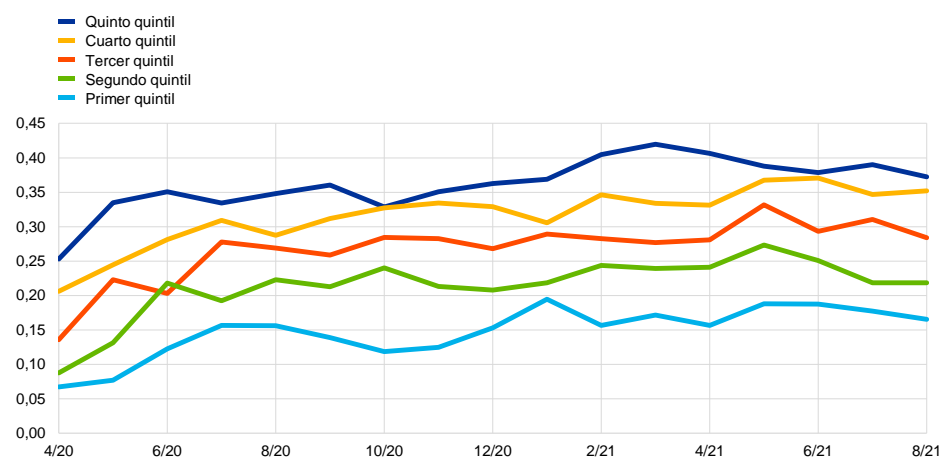
#### a) Intención de comprar una vivienda, por categoría de ahorro, marzo de 2021

(porcentajes)



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

(saldo de respuestas favorables y desfavorables)



Fuente: CES.

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

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

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

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

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

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

Gerrit Koester y Helen Grapow

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

segunda vuelta si, cuando se fijan los salarios o los precios, los hogares o las empresas intentan compensar la pérdida de renta real originada por una inflación más elevada. Los posibles efectos de los mecanismos de indexación salarial en la fijación de los salarios y en la evolución de la inflación dependen no solo de la prevalencia de dichos mecanismos, sino también del indicador de inflación utilizado para la indexación. En este recuadro se estudia la prevalencia de los sistemas de indexación salarial en el sector privado<sup>1</sup>. Dado que los mecanismos para fijar los salarios varían considerablemente entre las economías de la zona del euro, se analiza la regulación de los distintos países y se obtiene un indicador para la zona del euro agregando las características de los sistemas nacionales de indexación salarial y utilizando como pesos la proporción del empleo en el sector privado de la zona correspondiente a cada país.

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

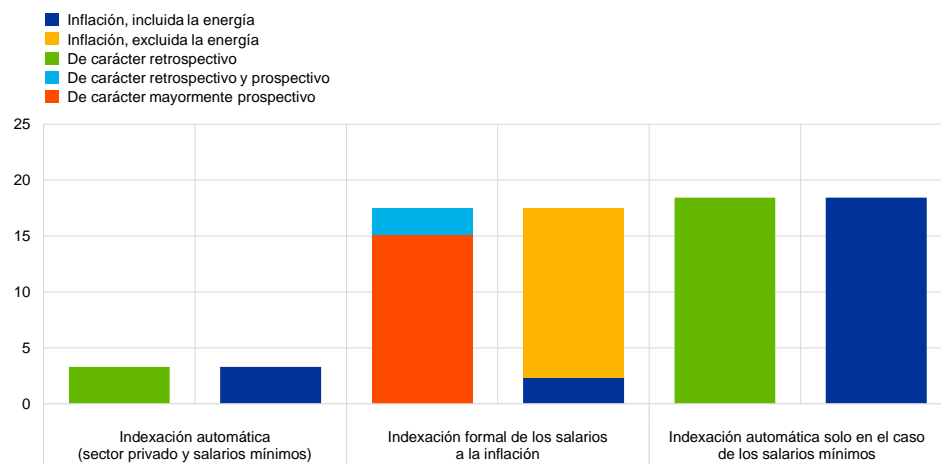
---

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

## Gráfico A

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

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



Fuentes: Eurosisistema y cálculos del BCE.

**Por lo que respecta al indicador de la inflación, la indexación salarial puede ser de carácter prospectivo o retrospectivo, y puede incluir o excluir los precios de la energía.** Los indicadores retrospectivos implican un ajuste retardado de los salarios a la inflación observada, mientras que los prospectivos tienen que basarse en previsiones. Se dispone de evidencia de que los efectos derivados de las perturbaciones inflacionistas son más duraderos y es más difícil que la inflación se estabilice cuando la indexación salarial se basa en indicadores retrospectivos de la inflación que cuando lo hace en indicadores prospectivos<sup>2</sup>. En algunos casos se combinan los dos tipos de indicadores —vinculando el crecimiento de los salarios a las previsiones de inflación, pero incorporando, por ejemplo, la compensación *ex post* por los errores de predicción de la inflación—. Cuando el indicador de inflación utilizado para la indexación de los salarios incluye la energía, las perturbaciones en los precios mundiales del petróleo pueden tener efectos persistentes en la inflación subyacente nacional a través de la indexación salarial y de la espiral de precios y salarios que puede surgir en consecuencia.

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

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

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

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

**Los sistemas de indexación en los que la evolución de la inflación desempeña un papel formal en las negociaciones salariales se aplican, aproximadamente, al 18 % de los trabajadores de la zona del euro.** En estos casos se utilizan, sobre todo, indicadores prospectivos de la inflación que excluyen la energía<sup>5</sup>.

**En torno al 18 % de los empleados en el sector privado de la zona del euro trabajan en países donde solo los salarios mínimos se indexan automáticamente a la inflación.** Estos mecanismos de indexación suelen basarse en un indicador retrospectivo de la inflación que incluye la energía. Si bien, por lo general, solo una proporción relativamente reducida de trabajadores de los países de la zona del euro perciben el salario mínimo<sup>6</sup>, la indexación de estos salarios a la inflación funciona a menudo como límite inferior en otros convenios colectivos. Asimismo, con frecuencia, las subidas de los salarios mínimos desempeñan un papel importante como referencia general para los convenios colectivos sectoriales<sup>7</sup>.

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

**Desde la gran crisis financiera, los sistemas de indexación formal de los salarios a la inflación han visto algo reducida su prevalencia (gráfico B)<sup>8</sup>.** En la zona del euro, la proporción de trabajadores del sector privado con salarios indexados formalmente a la inflación se ha reducido en torno a 6 puntos porcentuales desde 2008, y un factor determinante ha sido la disminución en España de la proporción de empleados sujetos a convenios con cláusulas de indexación a la inflación pasada. La parte restante de convenios en los que se contempla un papel formal de la inflación se refiere, sobre todo, a indicadores prospectivos de la inflación que excluyen la energía<sup>9</sup>. Como consecuencia de la menor proporción de sistemas de indexación formal de los salarios, el porcentaje de trabajadores en el sector privado de la zona del euro con salarios no indexados formalmente a la inflación ha aumentado desde la gran crisis financiera. En lo que respecta a los sistemas más generales de indexación automática de los salarios que abarcan los salarios del sector privado y aquellos en los que solo los salarios

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

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

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

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

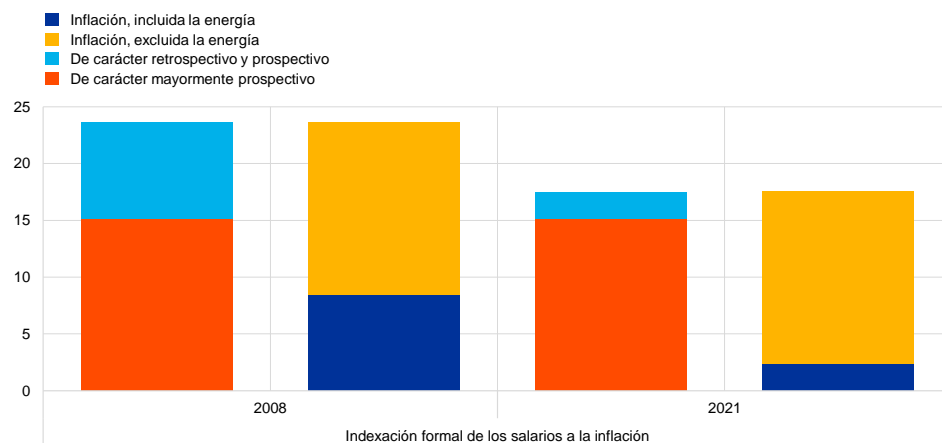
<sup>9</sup> Estos sistemas predominan en Italia.

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

### Gráfico B

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

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



Fuentes: Eurosistema y cálculos del BCE.

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

**En conjunto, la probabilidad de que los sistemas de fijación de salarios en la zona del euro generen efectos de segunda vuelta debidos a la indexación a la inflación —en particular a la originada por los precios de la energía— es relativamente limitada.** Por consiguiente, cabe esperar que, en algunos países, el aumento reciente de la inflación de la energía se traduzca en incrementos automáticos, sobre todo, de los salarios mínimos, dado que en sus mecanismos de indexación se suele utilizar un indicador de la inflación que incluye la energía. Estos aumentos de los salarios mínimos podrían trasladarse posteriormente a acuerdos más generales de subida salarial, ya que pueden servir de referencia para la estructura salarial de la economía en su conjunto. En el caso de los sistemas en los que la inflación desempeña un papel formal en las negociaciones salariales, se prevé que la reciente alza de la inflación de la energía tenga efectos directos muy limitados, puesto que en estos regímenes se utiliza, sobre todo, un indicador de la inflación que excluye la energía. En general, a menos que esta perturbación inflacionista derive en un aumento significativo de la indexación salarial, parece bastante improbable que el reciente incremento de la inflación se plasme de forma generalizada y automática en subidas de los salarios, dados los mecanismos de indexación prevalecientes<sup>10</sup>.

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



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

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

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

**La gran mayoría de los encuestados considera que la nueva estrategia de política monetaria del BCE constituye una mejora y que, en general, aumenta la probabilidad de que el BCE cumpla su mandato y el objetivo principal de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro (gráfico A).** Dos tercios de los encuestados opina que la nueva estrategia es «algo mejor» o «mucho mejor», y solo una pequeña minoría cree que es «algo peor». El denominado saldo neto<sup>1</sup> es claramente positivo, +45 %. Casi el 40 % de los participantes piensa que es «algo más probable» o «mucho más probable» que el BCE cumpla su mandato con la nueva estrategia y algo más de la mitad afirma que la probabilidad será «más o menos igual» (es decir, ni más ni menos probable). Solo unos pocos encuestados contestan que la estrategia hará que el cumplimiento del mandato sea «algo menos probable», y ninguno considera que será «mucho menos probable». El saldo neto es positivo, +19 %.

---

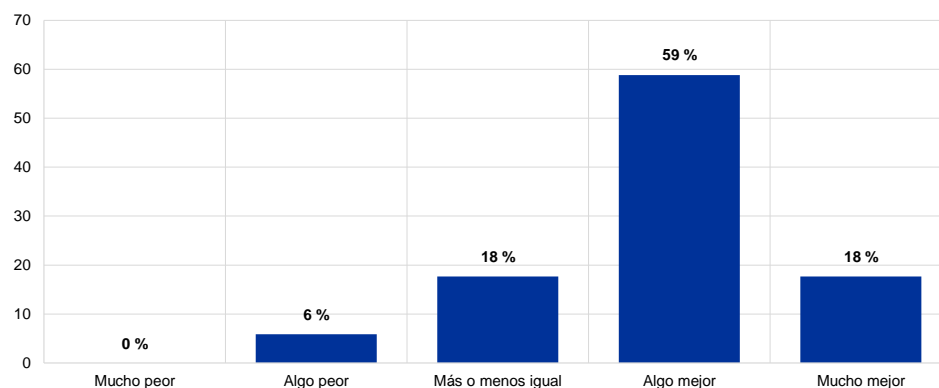
<sup>1</sup> El saldo neto se calcula como: a) el porcentaje de encuestados que responde «mucho mejor» más la mitad de los que indican «algo mejor», menos b) la mitad de los que señalan «algo peor» y los que escogen «mucho peor». Esta puntuación está acotada dentro del intervalo  $\pm 100$  %, donde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

### Gráfico A

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

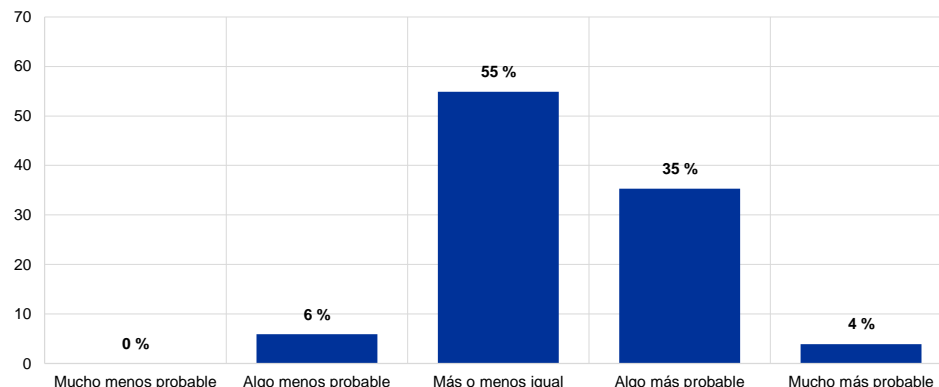
a) ¿Cuál es su valoración global de la nueva estrategia de política monetaria del BCE en comparación con la situación anterior?

(porcentaje de respuestas)



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

(porcentaje de respuestas)



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

Nota: Se recibieron 51 respuestas a cada pregunta.

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

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

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

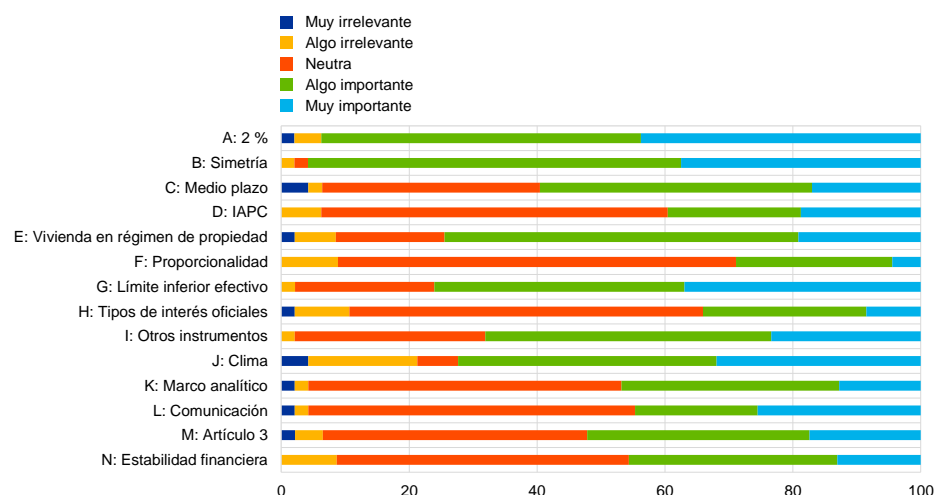
**Al ser preguntados expresamente sobre la importancia de elementos concretos de la nueva estrategia y si son mejores o peores, la mayoría de los encuestados responde que considera que todos son, como mínimo, «algo importantes» y que todos son al menos «algo mejores» (gráfico B).** Por ejemplo, en relación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

## Gráfico B

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

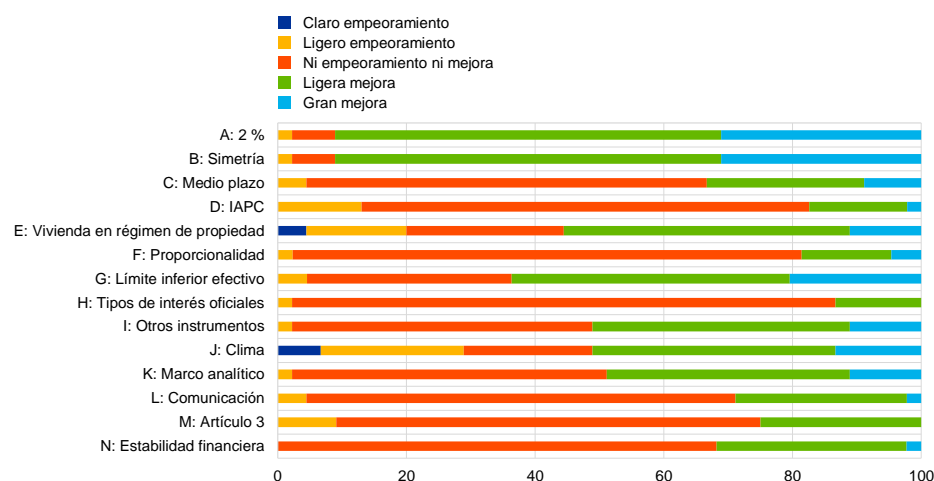
### a) ¿Cuál es su valoración de los siguientes elementos/afirmaciones en términos de su irrelevancia/importancia?

(porcentaje de respuestas)



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

(porcentaje de respuestas)



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

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

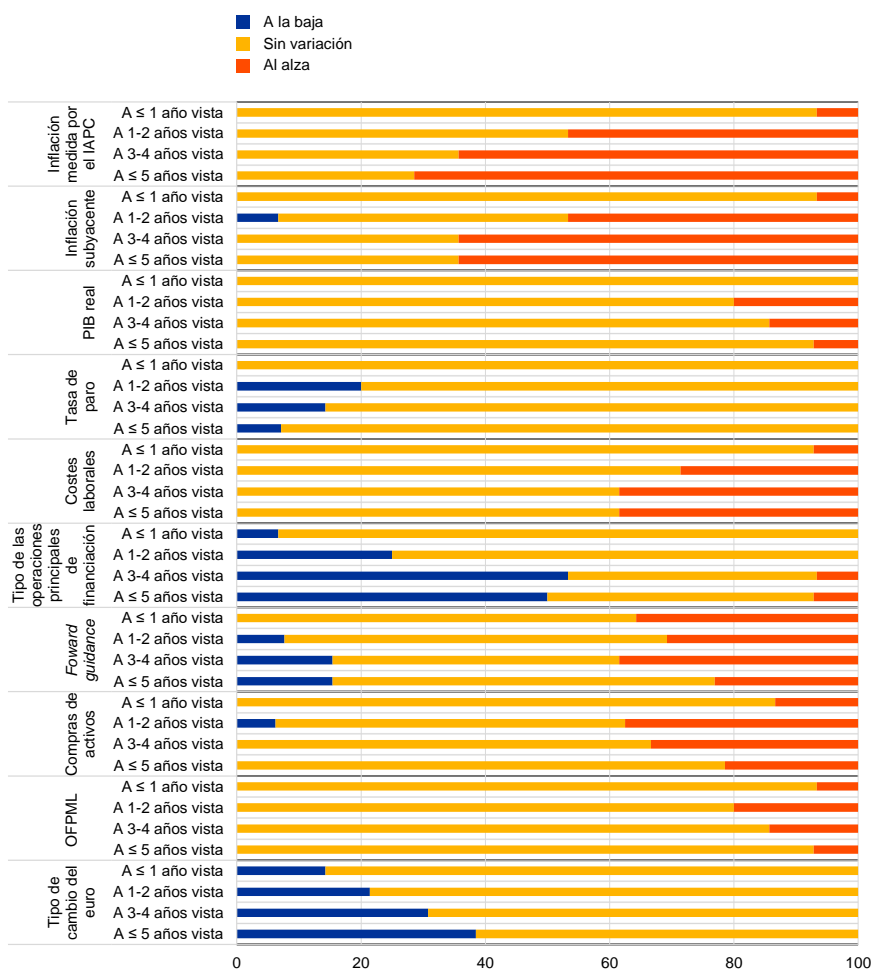
**En general, se observa una fuerte correlación entre el puesto que ocupan los diversos elementos/afirmaciones en términos de la percepción de los encuestados sobre la importancia de aquellos en la nueva estrategia y de su percepción de mejora con respecto a la estrategia anterior.** Si se considera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

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

### Gráfico C

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

(porcentaje de respuestas)



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

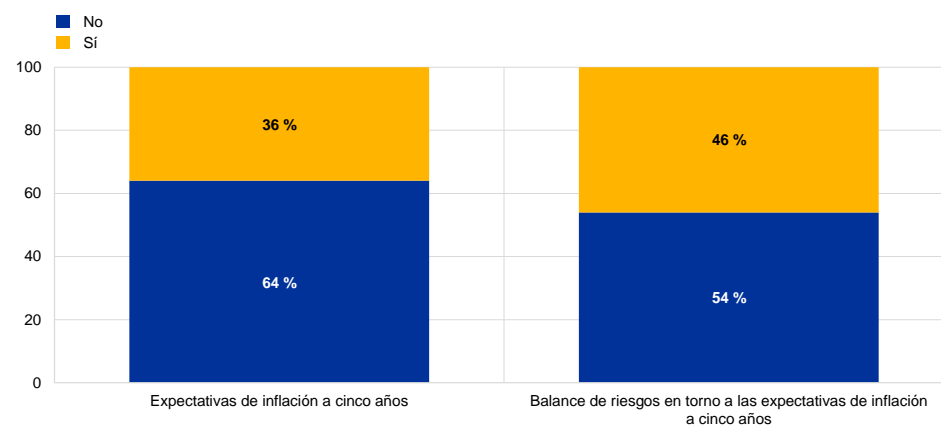
Notas: Se recibieron 13-16 respuestas para cada variable y horizonte. En el caso de la *forward guidance*, «más corto» está representado por «a la baja» y «más largo» por «al alza», y en el del tipo de cambio del euro, «depreciación» está representada por «a la baja», y «apreciación» por «al alza».

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

### Gráfico D

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

(porcentaje de respuestas)



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

Nota: Se recibieron 50 respuestas a cada pregunta.