

Recuadros

1 Cuellos de botella en la oferta: situación actual en la zona del euro y en Estados Unidos

Maria Grazia Attinasi, Roberto A. De Santis, Claudia Di Stefano, Rinalds Gerinovics y Máté Barnabás Tóth

Las tensiones en las cadenas globales de suministro de bienes llevan afectando al ciclo económico mundial desde finales de 2020. Los cuellos de botella en la oferta se producen por la interacción de varios factores. Primero, la fuerte recuperación de la demanda de manufacturas en todo el mundo —impulsada, en parte, por la rotación del consumo hacia los bienes en detrimento de los servicios en un contexto de medidas de contención relacionadas con la pandemia— no fue acompañada de un incremento equivalente en la oferta de bienes. Segundo, algunos sectores se han visto afectados por un grave desabastecimiento —en particular de semiconductores—, dadas las dificultades de la oferta para responder al acusado aumento de la demanda de equipos y productos electrónicos, también en el sector del automóvil, que se está recuperando gradualmente tras el fuerte retroceso de la producción en 2020. Por último, las disruptiones observadas en el sector logístico —derivadas, sobre todo, de la actividad de los buques portacontenedores, la congestión de los puertos y las estrictas medidas de confinamiento en algunos países asiáticos que desempeñan un papel clave en la producción de bienes intermedios— agravaron aún más los cuellos de botella en la oferta¹.

Dado el carácter polifacético de los cuellos de botella en la oferta, el seguimiento de un conjunto relativamente amplio de indicadores resulta útil para seguir la evolución de sus causas. Esto puede facilitar la identificación de cualquier señal de mejora o de deterioro en sectores económicos concretos en una fase más temprana. Para ello, en este recuadro se analiza la gravedad de los cuellos de botella en la oferta mediante el estudio de un conjunto exhaustivo de indicadores que abarcan los sectores manufacturero y de servicios, así como los precios del transporte y de las materias primas².

En este recuadro, los indicadores sectoriales de los cuellos de botella en la oferta de la zona del euro y de Estados Unidos se representan mediante

¹ Para un análisis detallado de estos factores y de su impacto económico, véanse P. R. Lane, «*Bottlenecks and monetary policy*», *The ECB Blog*, BCE, 10 de febrero de 2022, y los recuadros titulados: «*¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?*», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021; «*La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021; «*El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio*», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021, y «*Las causas de las disruptiones en las cadenas de suministro y su impacto en el sector manufacturero de la zona del euro*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021.

² Se propone un enfoque similar en B. Van Roye, B. Murray y T. Orlitz, «*Supply chain crisis risks taking the global economy down with it*», Bloomberg, noviembre de 2021, y G. Benigno, J. di Giovanni, J. J. J. Groen y A. I. Noble, «*A new barometer of global supply chain pressures*», *New Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, enero de 2022.

mapas térmicos. Si bien los indicadores seleccionados están sujetos a la disponibilidad de datos, los mapas térmicos de las dos regiones incluyen los PMI (índices de directores de compras) de plazos de entrega de los proveedores (SDT), de pedidos pendientes de realización, de pedidos en relación con las existencias y de precios de compra de insumos. Cuando se dispone de información, también se incluyen los PMI correspondientes para el sector servicios. Asimismo, los mapas térmicos incluyen los costes del transporte, que están representados por las tarifas de flete asociadas al transporte aéreo y marítimo. En este último caso es necesario distinguir entre los costes relacionados con los contenedores y los que corresponden al transporte de cargas secas a granel. Este tipo de carga se utiliza para transportar materias primas, mientras que para los productos intermedios y acabados suelen emplearse buques portacontenedores. Por consiguiente, el coste del transporte de contenedores es más relevante para valorar la gravedad de los actuales cuellos de botella en la oferta, dado que parece que las restricciones están afectando mayoritariamente a productos intermedios y acabados. Por este motivo, los mapas térmicos incluyen el índice Harper Petersen (HARPEX) de costes del transporte marítimo, que sigue las variaciones globales observadas en las tarifas de flete de los buques portacontenedores, y el índice Freightos Baltic (FBX), que refleja las tarifas de flete de contenedores en las rutas de China a la UE y a Estados Unidos³. El mapa térmico de la zona del euro también mide la escasez de insumos en el conjunto de la economía (por ejemplo, mano de obra, equipos y materiales de construcción [en este último caso solo se dispone de información para Alemania]) basándose en encuestas, con el fin de captar las disrupciones en las cadenas de suministro desde el punto de vista de las empresas afectadas. Para Estados Unidos, se incluye la ratio de vacantes/desempleo en el transporte para recoger la escasez de mano de obra en el sector logístico. Para poder comparar entre distintos indicadores, se calculan z-scores restando de cada serie temporal la media de la muestra y dividiendo la diferencia por la desviación típica de la muestra. Los valores positivos de cada indicador representan el número de desviaciones típicas en que cada índice se sitúa por encima de la media, mientras que los valores negativos se refieren al número de desviaciones típicas en que cada índice está por debajo de la media. Los z-scores negativos, que indican un déficit de oferta con respecto a la demanda, señalarían cuellos de botella en la oferta y aparecen resaltados en rojo. En términos generales, los z-scores inferiores a -1,5 sugerirían que los cuellos de botella en la oferta son graves.

Los datos recientes sugieren que los cuellos de botella en la oferta tanto en la zona del euro como en Estados Unidos permanecen en niveles históricamente elevados. Los mapas térmicos (gráfico A), que van desde el azul oscuro (oferta abundante en relación con la demanda) hasta el rojo oscuro (escasez de oferta), muestran que todos los indicadores adoptaron un tono de rojo durante 2021, y la mayoría se mantuvo en ese color en las dos economías en enero y febrero de 2022. En general, la situación sigue siendo complicada, en particular en la zona del euro, algo que se corroboró recientemente en la encuesta periódica que realiza el BCE a

³ No es raro hacer un seguimiento del Baltic Dry Index. Sin embargo, este índice únicamente sigue la evolución del coste del transporte de materias primas (como carbón, mineral de hierro y cereales), que parece haberse visto menos afectado por los cuellos de botella en la oferta.

contactos del sector empresarial, que indicaron que, en general, los problemas de oferta no se han reducido en los últimos meses y esperan que continúen a lo largo de 2022⁴. Concretamente, las restricciones de oferta causadas por las disruptiones en el transporte y la logística son más generalizadas y es probable que sean más persistentes si no se modera la demanda mundial.

Gráfico A

Presiones sobre las cadenas de suministro – mapas térmicos para la zona del euro y Estados Unidos



Fuentes: Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos, Comisión Europea (CE), ISM, IHS Markit, ifo Institute, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Los mapas térmicos muestran los z-scores, que se calculan restando la media de la observación en el momento t y dividiendo la diferencia por la desviación típica. La media y la desviación típica se calculan para la muestra disponible a partir de enero de 1999. Para los costes del transporte y los precios de las materias primas, se muestran z-scores basados en tasas de crecimiento interanual. Los indicadores cualitativos se presentan junto con sus fuentes. Las observaciones marcadas con una X no están disponibles aún.

Los indicadores de síntesis obtenidos del mapa térmico confirman que continúan las presiones derivadas de las disruptiones en las cadenas de suministro, aunque es posible que estén disminuyendo en algunos sectores. El PMI SDT (PMI de plazos de entrega de los proveedores) es un indicador útil para

⁴ Con respecto a las opiniones de las empresas sobre la persistencia de las restricciones de oferta, véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras», Boletín Económico, número 1, BCE, 2022.

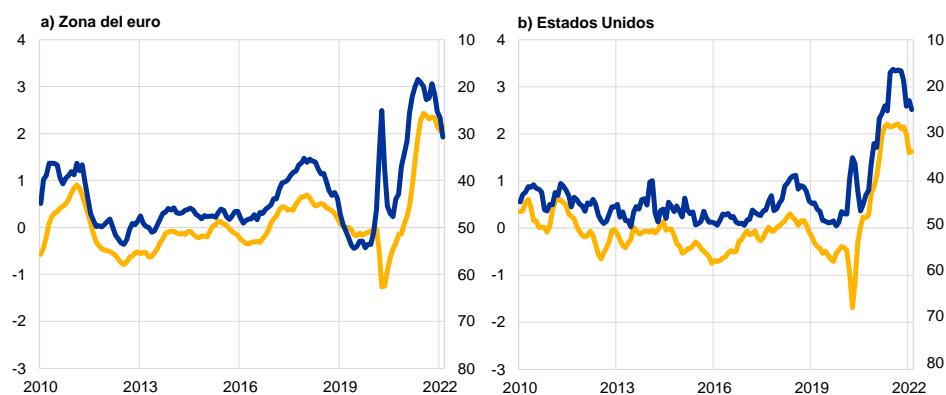
hacer un seguimiento de las perturbaciones de oferta en el sector de logística⁵. Para resumir la evidencia procedente de los otros indicadores, se elabora un único indicador de síntesis utilizando un modelo de factores dinámicos (DFM)⁶. El primer factor del DFM, que explica más del 50 % de la varianza total de los indicadores subyacentes, está muy correlacionado con el PMI SDT tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (gráfico B). Por tanto, refleja un patrón similar en los cuellos de botella en la oferta. Los datos de enero/febrero de 2022 del PMI SDT y del DFM sugieren que las presiones en las cadenas de suministro, aunque siguen en niveles históricamente elevados, han alcanzado su máximo y han comenzado a remitir en las dos economías (gráfico B). En Estados Unidos en particular, el PMI de pedidos en relación con las existencias está mejorando, lo que sugiere que las empresas están empezando a reponer las existencias y que es posible que los cuellos de botella estén disminuyendo. Sin embargo, la propagación de la variante ómicron del COVID-19, y el posible cierre de fábricas y de puertos como resultado, genera mayor incertidumbre, especialmente a medio plazo. Concretamente, es posible que se produzcan contratiempos en las cadenas de suministro si China continúa aplicando una política estricta de COVID cero. La guerra en Ucrania también puede dar lugar a un reintensificación de los cuellos de botella en la oferta.

Gráfico B

Presiones sobre las cadenas de suministro en la zona del euro y en Estados Unidos

(escala izquierda: desviaciones típicas con respecto a la media de largo plazo; escala derecha: índice de difusión)

- PMI de plazos de entrega de los proveedores (escala derecha, invertida)
- Modelo de factores dinámicos (escala izquierda)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos, Comisión Europea, ISM, IHS Markit, ifo Institute, Haver Analytics, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: El DFM incluye únicamente indicadores mensuales (no están incluidos los datos trimestrales sobre la escasez de mano de obra y de equipos en la zona del euro). Se han aplicado transformaciones adecuadas a las series para asegurar la estacionariedad. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

⁵ El PMI SDT recoge el porcentaje de empresas que comunican una mejora, un deterioro o ninguna variación de los plazos de entrega para productos intermedios y acabados. Un índice inferior a 50 implica que los plazos de entrega han empeorado en relación con el mes anterior.

⁶ Para comprobar la fiabilidad de los datos, también se ha calculado un estadístico resumen —basado en un modelo de componentes principales—, que ofrece resultados muy similares. La ventaja de un DFM con respecto a un modelo de componentes principales es que permite tratar las lagunas de datos utilizando el componente común estimado (véanse J. H. Stock y M. W. Watson, «Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes», *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 20, número 2, 2002, pp. 147-162, y C. Doz, D. Giannone y L. Reichlin, «A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering», *Journal of Econometrics*, vol. 164, número 1, 2011, pp. 188-205). Por tanto, el DFM también incluye los índices FBX de coste del transporte marítimo, que solo están disponibles desde 2016.

2

El papel del riesgo de crédito en las valoraciones recientes de los bonos corporativos

Livia Chițu, Magdalena Grothe y Tatjana Schulze¹

Las vulnerabilidades de las sociedades no financieras aumentaron con especial intensidad a escala global al comienzo de la pandemia de coronavirus (COVID-19) y —pese a la posterior recuperación— aún podrían ser motivo de preocupación en algunas partes del mercado. Dichas vulnerabilidades se intensificaron de forma acusada, lo que causó una oleada de rebajas de la calificación crediticia de empresas de todo el mundo (panel a del gráfico A). A lo largo de 2021, la calidad crediticia empresarial (que evalúan las agencias de calificación crediticia) se recuperó ligeramente; en el sector corporativo estadounidense, por ejemplo, se produjeron más revisiones de calificaciones al alza que a la baja. Sin embargo, las calificaciones crediticias no han vuelto todavía a los niveles previos a la pandemia, ya que existe incertidumbre sobre las perspectivas a largo plazo en determinados sectores, especialmente en aquellos más afectados por la pandemia. Además, aunque en promedio se ha registrado un incremento del beneficio por acción, la pandemia ha dejado secuelas, y algunas empresas han visto reducidos sus beneficios a pesar de las medidas de apoyo público (véase, por ejemplo, el panel b del gráfico A, en el que se analizan las empresas incluidas en el índice S&P 500).

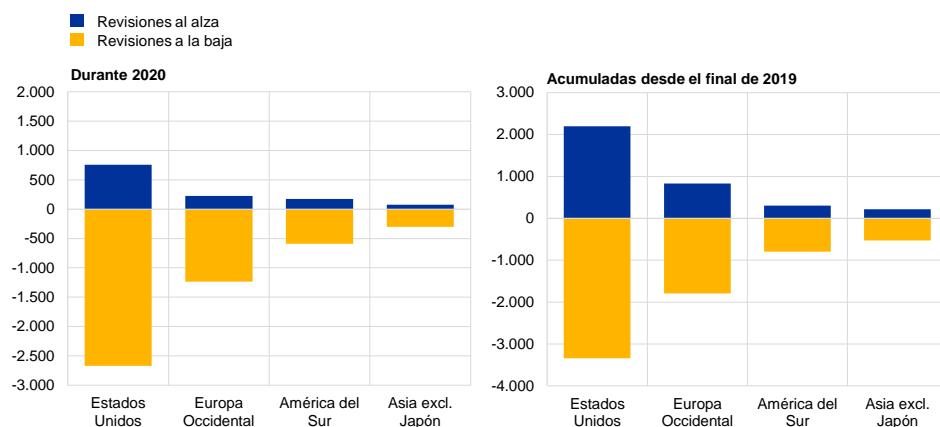
¹ Tatjana Schulze colaboró en la elaboración de este recuadro durante su período de prácticas en el Banco Central Europeo.

Gráfico A

Cambios en la calidad crediticia de las empresas durante la pandemia

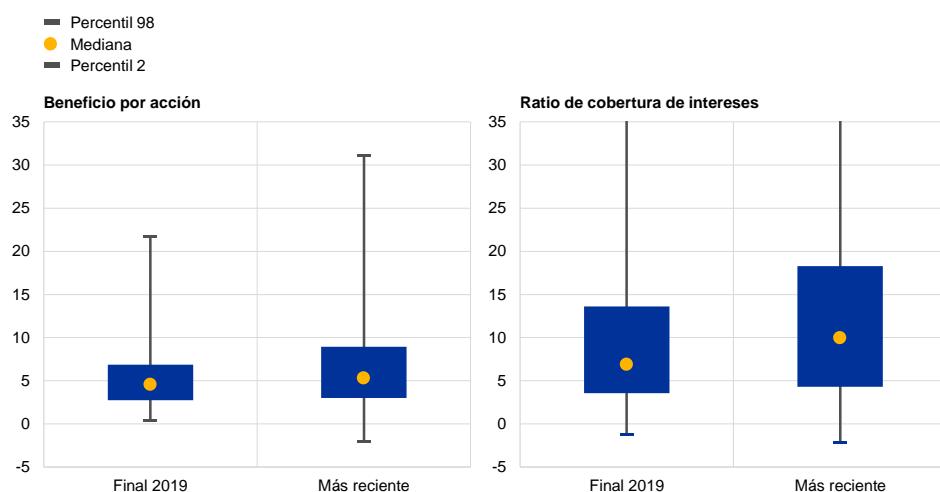
a) Revisiones de las calificaciones crediticias a largo plazo de las empresas

(número de revisiones al alza y a la baja)



b) Beneficio por acción y ratio de cobertura de intereses de las empresas del S&P 500

(beneficio por acción en USD; ratio de cobertura de intereses en porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a se muestra el número de sociedades no financieras de distintas regiones cuya calificación se elevó o rebajó i) en 2020 y ii) en el período transcurrido desde el final de 2019; las últimas observaciones se refieren al primer trimestre de 2022. En el panel b se presentan el beneficio por acción y la ratio de cobertura de intereses (pagos de intereses en relación con los beneficios) de las empresas que forman parte del índice S&P 500; los puntos representan la mediana, las cajas muestran el rango intercuartílico (percentiles 25 a 75) y los «bigotes» indican los percentiles 2 y 98. En el gráfico de la derecha del panel b, los percentiles 98 de las dos distribuciones de la ratio de cobertura de intereses (que no se muestran en el gráfico) se sitúan en torno al 130 % y el 390 % para el final de 2019 y el dato más reciente, respectivamente. En el panel b, las últimas observaciones corresponden al 14 de enero de 2022 (beneficio por acción; datos semanales) y al cuarto trimestre de 2021 (ratio de cobertura de intereses; datos trimestrales).

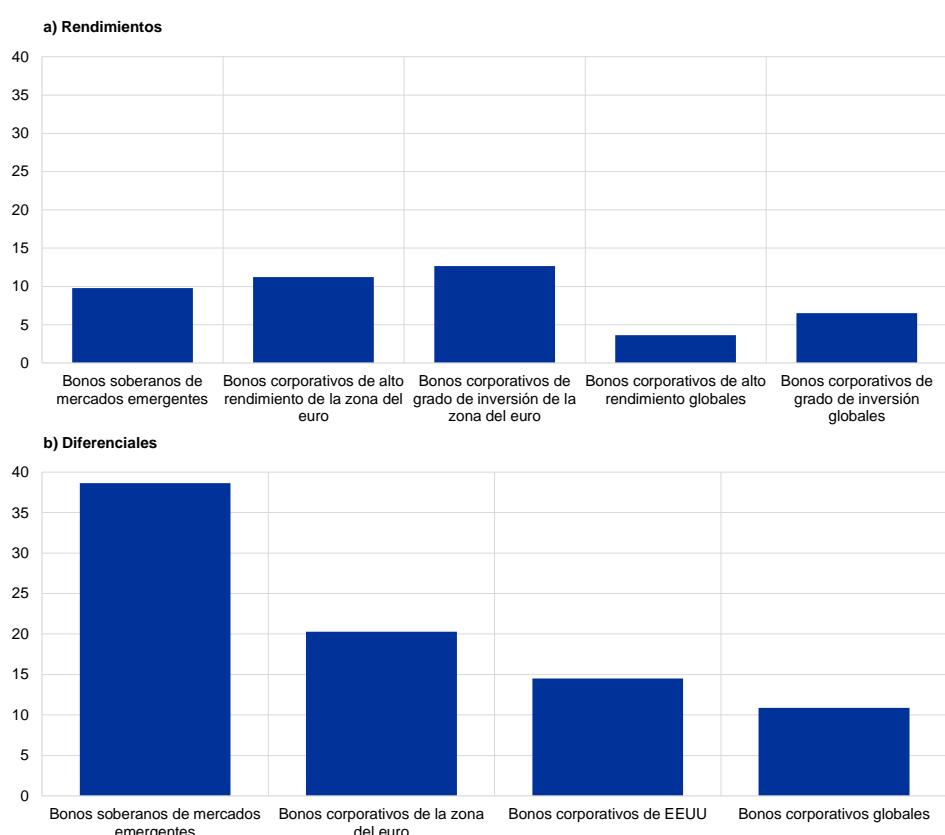
Las valoraciones de los bonos corporativos se encuentran próximas a sus máximos históricos, pese a la persistencia de las citadas vulnerabilidades. Las valoraciones son especialmente elevadas en los segmentos de menor calificación. Tras experimentar un repunte en marzo de 2020, los rendimientos de los valores de renta fija privada de Estados Unidos han caído hasta mínimos históricos en las diversas categorías de calificación crediticia. Estos rendimientos reducidos reflejan, en parte, los bajos tipos de interés, ya que los bancos centrales han recortado los tipos de interés oficiales y recurrido a compras de activos para reducir las primas por plazo de la deuda pública. Con todo, las valoraciones de los bonos corporativos—que suelen medirse por el diferencial de rendimiento entre los de alto riesgo y los de

bajo riesgo o por la diferencia entre los rendimientos de los bonos corporativos y los tipos de interés libres de riesgo— también son muy elevadas en términos relativos. Los diferenciales corporativos han returned a sus cotas prepandemia y se hallan próximos a los mínimos históricos observados en el período previo a la crisis financiera global. Como en los últimos meses se ha apreciado una nueva reducción de los diferenciales en la mayoría de las clases de activos, ha empezado a preocupar una posible sobrevaloración de algunos segmentos del mercado de renta fija privada (gráfico B)².

Gráfico B

Valoraciones en los mercados internacionales de deuda

(porcentaje de meses desde enero de 1999 en los que se han registrado rendimientos/diferenciales más bajos)



Fuentes: Bloomberg, Refinitiv Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Las valoraciones se basan en los índices ICE BofA de bonos corporativos, así como en los índices JPM EMBI para la deuda soberana de mercados emergentes denominada en dólares estadounidenses. En este gráfico, los diferenciales corporativos se han calculado como la diferencia de rendimiento entre los títulos de renta fija privada de alto rendimiento (*high-yield*) y los de grado de inversión. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022.

Pese al reciente repunte de los diferenciales corporativos en algunos mercados, las fuertes caídas acumuladas desde la fase más aguda de la crisis del COVID-19 han estado relacionadas, en gran medida, con la fortaleza del apetito por el riesgo de los inversores. Partiendo de la literatura sobre la formación de precios de los bonos, la evolución de las valoraciones de la renta fija privada mundial puede interpretarse por medio de un modelo con un componente de

² Para un análisis exhaustivo de los riesgos relacionados con las valoraciones de mercado de los activos, véase BCE, *Financial Stability Review*, noviembre de 2021, [capítulo 2](#).

riesgo de crédito y factores que capturan las condiciones y la liquidez de los mercados en general. El riesgo de crédito se mide utilizando un indicador de la frecuencia de impago esperada (EDF, por sus siglas en inglés) elaborado por la agencia de calificación crediticia Moody's. Esta medida, que tiene su origen en la teoría de valoración de opciones, calcula la probabilidad de que una empresa incumpla sus obligaciones de pago de intereses o de principal durante los siguientes doce meses³. Por lo tanto, refleja la valoración que el mercado hace de la calidad crediticia empresarial. El modelo incorpora la incertidumbre del mercado y la aversión al riesgo utilizando el VIX, un índice que ofrece una medida de la volatilidad esperada de los mercados bursátiles calculada a partir de precios de opciones (y que suele usarse como aproximación de la incertidumbre y de la aversión al riesgo en los distintos mercados financieros). El modelo captura las condiciones de liquidez por medio del diferencial del mercado monetario, que se define como el diferencial entre el tipo de interés interbancario a tres meses y el rendimiento de la deuda pública al mismo plazo. Las estimaciones obtenidas por medio del modelo sugieren que las caídas totales acumuladas por los diferenciales de los bonos corporativos a escala mundial desde la fase más aguda de la pandemia —pese a las recientes subidas en algunos segmentos— se han debido a la disminución de la incertidumbre en los mercados, así como a la valoración relativamente favorable que estos hacen del riesgo de impago empresarial (gráfico C)⁴. Las contribuciones realizadas por los residuos del modelo en algunos mercados apuntan a una posible sobrevaloración y sugieren que el apetito por el riesgo de los inversores es excepcionalmente fuerte.

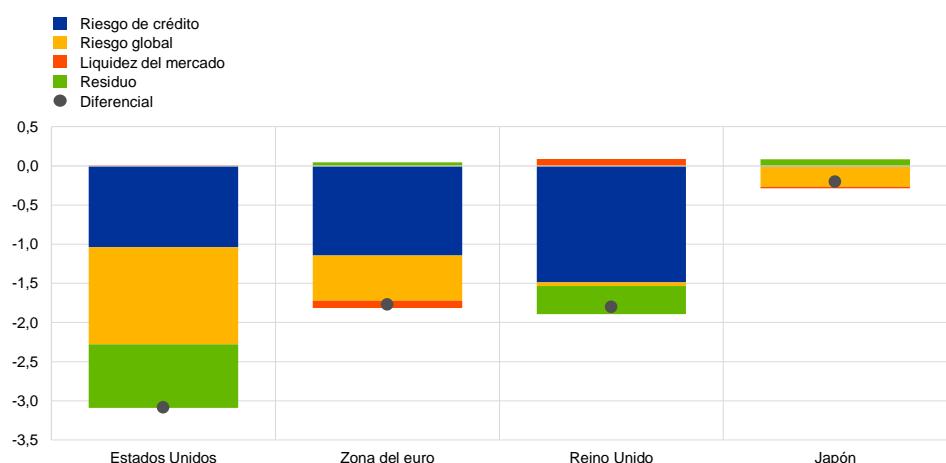
³ Véase, por ejemplo, Moody's Analytics, «[EDF Overview](#)», 2011.

⁴ Los resultados son robustos cuando se usan métricas alternativas para las variables explicativas. Para un análisis más amplio de las valoraciones en la zona del euro, véase C. Altavilla, W. Lemke, T. Linzert, J. Tapking y J. von Landesberger, «[Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 278, BCE, septiembre de 2021.

Gráfico C

Factores determinantes de la reducción de los diferenciales corporativos a escala global desde marzo de 2020

(puntos porcentuales)



Fuentes: Moody's Analytics, Refinitiv Datastream y cálculos del BCE.

Notas: En este gráfico se muestran las estimaciones basadas en el modelo de las contribuciones que el riesgo de crédito, la incertidumbre del mercado y la liquidez del mercado han hecho a las variaciones observadas desde marzo de 2020 en los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación BBB. En este caso, los diferenciales corporativos miden la diferencia entre los rendimientos de los bonos de sociedades no financieras y los bonos de deuda pública emitidos al mismo plazo y en la misma jurisdicción. Los diferenciales corporativos se calculan al nivel nacional del Índice para bonos con calificación BBB y vencimientos de tres a cinco años. El «riesgo de crédito» se refiere a la valoración que el mercado hace del riesgo de impago de las empresas, medido por el indicador de frecuencia de impago esperada que elabora Moody's; el «riesgo global» se aproxima por el VIX, y la «liquidez del mercado» se aproxima por el diferencial del mercado monetario —es decir, el diferencial entre el tipo de interés interbancario a tres meses y el rendimiento de la deuda pública a tres meses (por ejemplo, el diferencial TED en Estados Unidos)—. El modelo se ha estimado utilizando datos diarios que se remontan a junio de 2006 y las últimas observaciones corresponden al 17 de febrero de 2022.

Estos resultados pueden cotejarse con los de un segundo modelo basado en datos más granulares, que confirma el papel que el apetito por el riesgo ha desempeñado en las valoraciones observadas recientemente, lo que apunta a un posible riesgo de corrección de precios en los mercados. De hecho, utilizando datos individuales de empresas y bonos de Estados Unidos —uno de los mayores mercados de deuda corporativa del mundo—, las estimaciones basadas en el modelo ilustran el gran peso que el apetito por el riesgo de los inversores ha tenido en las valoraciones recientes de los valores de renta fija emitidos por sociedades no financieras incluidas en el S&P 500. El modelo supone que existe una relación lineal entre los diferenciales corporativos y el riesgo de impago de cada empresa y un vector de características de cada bono⁵. Un valor positivo del residuo del modelo de un bono, es decir, lo que suele denominarse «prima en exceso de los bonos», puede interpretarse como una compensación por asumir una exposición al bono que supera la compensación exigida normalmente por los impagos esperados. Desde la fase más aguda de la pandemia de COVID-19, la prima en exceso de los bonos se ha reducido y ha alcanzado niveles negativos, por encima de los observados antes de 2007 y similares a los registrados antes de la pandemia. Esto indica que la fortaleza del apetito por el riesgo de los inversores ha causado una

⁵ Este enfoque concuerda con el de S. Gilchrist y E. Zakravsek, «Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations», *American Economic Review*, vol. 102, n.º 4, junio de 2012, pp. 1692-1720, así como con el de G. Favara, S. Gilchrist, K. Lewis y E. Zakravsek, «Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium», *FEDS Notes*, 2016.

caída de las primas de riesgo hasta cotas ligeramente inferiores a los precios de mercado históricos del riesgo de impago (gráfico D).

Gráfico D

Prima en exceso de los bonos emitidos por sociedades no financieras incluidas en el índice S&P 500



Fuentes: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Se ha estimado el componente de prima en exceso de los bonos de los diferenciales corporativos ajustados de opciones para un panel de sociedades no financieras que forman parte del índice S&P 500 y se ha agregado a nivel de empresa, siguiendo el enfoque adoptado por Gilchrist y Zakrajšek. En este gráfico se muestra la prima en exceso de los bonos correspondiente a las empresas con una rentabilidad mediana en términos de beneficio por acción. El proceso de estimación tiene en cuenta una medida de impago esperado específica de cada empresa (capturada por el indicador de frecuencia de impago esperada elaborado por Moody's) y un vector de características específicas de cada bono (que incluyen duración, cupón, antigüedad y volumen, junto con una variable binaria para los bonos amortizables por el emisor), así como efectos fijos sectoriales y errores estándar con doble agrupación. La medida de los diferenciales corporativos ajustados de opciones tiene en cuenta la presencia de opciones implícitas en un subconjunto de la muestra de bonos. Las últimas observaciones corresponden al 17 de diciembre de 2021 (datos semanales).

Posibles perturbaciones causadas por un incremento abrupto de la aversión al riesgo en todo el mercado (en adelante, «perturbaciones por aversión al riesgo») podrían incrementar de manera considerable los costes de financiación de las empresas y sus probabilidades de impago esperadas, sobre todo en el caso de las empresas con los balances más débiles. Si los precios de los activos sufren una corrección como consecuencia de un cambio en la percepción del riesgo global, se podrían agravar las vulnerabilidades de las empresas en materia de financiación e incrementarse su probabilidad de impago. El efecto podría ser especialmente fuerte en el caso de las empresas con fundamentos económicos débiles (por ejemplo, aquellas que tienen malas perspectivas de beneficios o ratios de cobertura de intereses bajas). Las estimaciones basadas en el modelo que estudian la respuesta a una perturbación global por aversión al riesgo nos permiten estimar el impacto que un cambio de signo del sentimiento inversor podría tener sobre los diferenciales corporativos y sobre las probabilidades de

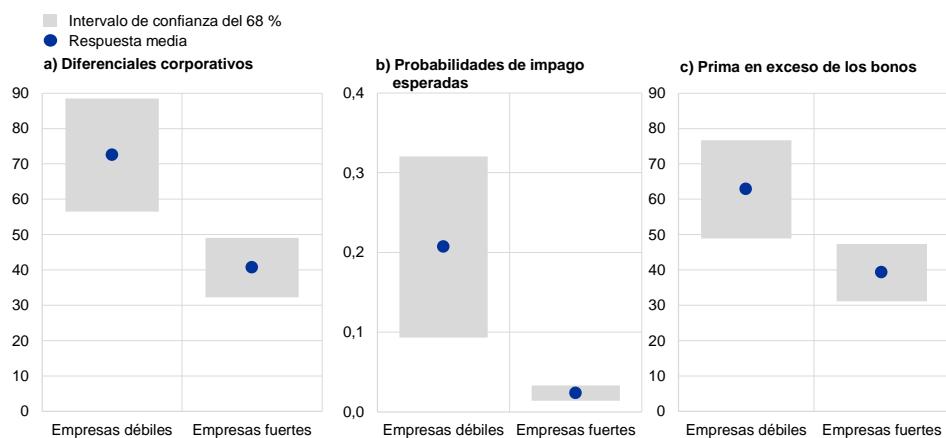
impago⁶. Los resultados muestran que los diferenciales corporativos son muy sensibles a este tipo de perturbaciones, en particular los de las empresas más débiles. Para estas, la respuesta estimada en términos de corrección de precios se sitúa en torno a 70 puntos básicos tres semanas después de la perturbación, frente a 40 puntos básicos aproximadamente en el caso de las empresas más fuertes (panel a del gráfico E). Además, la probabilidad esperada de impago de una empresa durante el año siguiente se incrementa en 0,2 puntos porcentuales (panel b del gráfico E), lo que constituye un ascenso sustancial teniendo en cuenta que la frecuencia de impago esperada de la mediana de las sociedades no financieras estadounidenses no suele superar el 1 %. El grueso de la sensibilidad de los costes de financiación puede atribuirse al aumento de la aversión al riesgo de los inversores, aproximado por la prima en exceso de los bonos (panel c del gráfico E).

⁶ Esa perturbación se ha estimado utilizando un modelo BVAR basado en L. Brandt, A. Saint Guilhem, M. Schröder e I. Van Robays, «[What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#)», *Working Paper Series*, n.º 2560, BCE, 2021. El modelo utiliza una combinación de restricciones de signo, de magnitud relativa y de narrativa. Gracias a este enfoque, la perturbación de riesgo global captura la dinámica de huida hacia activos más seguros, suponiendo que el aumento de la aversión al riesgo en todo el mundo desencadena un trasvase de capital de las acciones a los bonos estadounidenses a largo plazo seguros, además de causar un fortalecimiento del dólar estadounidense por su condición de moneda refugio. Asimismo, se impone un evento narrativo en el día del desplome de Lehman Brothers, con arreglo al cual la perturbación de riesgo global es el factor determinante más importante de las cotizaciones en esa fecha. El impacto de la perturbación se ha calibrado como una caída de 10 puntos básicos de los rendimientos de la deuda pública estadounidense a largo plazo en el transcurso de cinco días. Las autoras agradecen a Ine Van Robays que haya compartido con ellas la serie de la perturbación de riesgo global que se utilizó para este proyecto.

Gráfico E

Impacto de las perturbaciones por aversión al riesgo en todo el mercado sobre los diferenciales corporativos, las probabilidades de impago esperadas y las primas en exceso de los bonos, para las empresas más fuertes y las más débiles

(diferenciales corporativos y primas en exceso de los bonos en puntos básicos; probabilidades de impago esperadas en porcentajes)



Fuentes: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream y cálculos del BCE.

Notas: En este gráfico se muestran las respuestas estimadas de los diferenciales corporativos, las probabilidades de impago esperadas y las primas en exceso de los bonos tres semanas después de una perturbación global por aversión al riesgo para un panel de sociedades no financieras integradas en el índice S&P 500. Las respuestas se han estimado utilizando proyecciones locales del panel. Se considera empresas «débiles» al 20 % del panel con las ratios de cobertura de intereses más bajas, mientras que las empresas «fuertes» son el 20 % con las ratios más altas. Las perturbaciones se han estimado utilizando un modelo BVAR diario con una combinación de restricciones de signo, de magnitud relativa y de narrativa y se han calibrado como una caída de 10 puntos básicos de los rendimientos de la deuda pública estadounidense a largo plazo en el transcurso de cinco días. Las estimaciones de las proyecciones locales son semanales, abarcán el período comprendido entre enero de 2005 y mayo de 2021, controlan por el índice de sorpresa económica de Citigroup, por el tipo de interés de los bonos del Tesoro estadounidense a dos años y por el VIX, así como por variables binarias para la crisis financiera mundial y la crisis del COVID-19, y tienen en cuenta efectos fijos de empresa. Los errores estándar están agrupados sectorial y temporalmente. Las probabilidades de impago esperadas se han calculado utilizando el indicador de la frecuencia de impago esperada elaborado por Moody's, que captura la probabilidad de que una empresa incumpla sus obligaciones de pago de intereses o del principal durante el año siguiente. El componente de prima en exceso de los bonos de los diferenciales corporativos se ha estimado para un panel de sociedades no financieras que forman parte del índice S&P 500 y se ha agregado a nivel de empresa, siguiendo el enfoque adoptado por Gilchrist y Zakrajšek. Ese proceso de estimación tiene en cuenta una medida de impago esperado específica de cada empresa (capturada por el indicador de frecuencia de impago esperada elaborado por Moody's) y un vector de características específicas de cada bono (que incluyen duración, cupón, antigüedad y volumen, junto con una variable binaria para los bonos amortizables por el emisor), así como efectos fijos sectoriales. Las últimas observaciones corresponden al 17 de diciembre de 2021 (datos semanales).

En síntesis, en el presente recuadro se ilustra la importancia que el apetito por el riesgo tiene para las valoraciones de los bonos corporativos, tanto a escala internacional como en uno de los mayores mercados de renta fija privada. El análisis basado en modelos sugiere que, aunque el fuerte descenso registrado por los diferenciales de los bonos corporativos en diversos países desde la fase más aguda de la pandemia de COVID-19 refleja, en parte, la valoración del mercado sobre la mejora de la calidad crediticia de las empresas, en gran medida también ha obedecido a un aumento del apetito por el riesgo de los inversores. Esto queda confirmado por un análisis de las valoraciones a nivel de bonos en el mercado estadounidense de renta fija privada. De cara al futuro, en el recuadro también se indica que —dado que algunas empresas tienen balances relativamente débiles y que se puede producir un cambio de signo en el sentimiento inversor—, podría ocurrir que cualquier perturbación por aversión al riesgo que afecte al conjunto del mercado cause un aumento significativo de los costes de financiación de las empresas y de las probabilidades de impago esperadas, especialmente en el caso de las empresas más débiles.

3

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 3 de noviembre de 2021 y el 8 de febrero de 2022

Ross James Murphy y Nikolaus Solonar

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez durante el séptimo y el octavo período de mantenimiento de reservas de 2021. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 3 de noviembre de 2021 y el 8 de febrero de 2022 (el «período de referencia»).

El exceso medio de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro aumentó en 45,6 mm de euros durante el período de referencia y alcanzó un nivel récord de 4.412,6 mm de euros. Este incremento se debió a las compras de activos realizadas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) y del programa de compras de activos (APP). El efecto de las compras de activos sobre el exceso de liquidez se vio parcialmente compensado por el aumento considerable registrado en los factores autónomos netos. Por primera vez, la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) tuvo un efecto neto de absorción de liquidez.

Necesidades de liquidez

Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, aumentaron, en promedio, en 205,4 mm de euros en el período de referencia, y se situaron en 2.495,7 mm de euros. El incremento con respecto a los dos períodos de mantenimiento precedentes se debió, prácticamente en su totalidad, a un avance de 202,5 mm de euros de los factores autónomos netos, que alcanzaron los 2.340,8 mm de euros (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»). En cambio, las exigencias de reservas mínimas aumentaron solo ligeramente (2,9 mm de euros), hasta un importe de 154,8 mm de euros.

Durante el período considerado, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un alza de 55,3 mm de euros, hasta situarse en 3.172 mm de euros, principalmente como consecuencia del aumento observado en otros factores autónomos y en los billetes en circulación. Otros factores autónomos (cuadro A) registraron un incremento de 76,4 mm de euros en el período de referencia y alcanzaron los 1.035,8 mm de euros. Al mismo tiempo, los billetes en circulación aumentaron en 27,3 mm de euros, hasta los 1.531 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas se mantienen en un nivel elevado (605,2 mm de euros), pese al descenso de 48,3 mm de euros registrado, aunque esta cota es claramente inferior al máximo de 729,8 mm de euros alcanzado

durante el período de referencia que abarcó el quinto y el sexto período de mantenimiento de 2020.

Los factores autónomos de inyección de liquidez experimentaron una disminución de 147,2 mm de euros y se situaron en 831,4 mm de euros. Este descenso fue el resultado neto de una reducción de 174,7 mm de euros observada en los activos netos denominados en euros y de un incremento de 27,5 mm de euros en los activos exteriores netos. La caída de los activos netos denominados en euros se debió, en gran medida, al incremento registrado en la partida 6 del pasivo del balance del Eurosistema («pasivos en euros con no residentes en la zona del euro») como consecuencia del aumento de los depósitos de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema y de las operaciones de préstamo de valores con garantía en efectivo con contrapartes de fuera de la zona del euro a finales de año. La partida 6 del pasivo del balance alcanzó los 710 mm de euros el 31 de diciembre de 2021, su máximo histórico, puesto que colocar liquidez en euros en el mercado a finales de año se tornó muy costoso.

En el cuadro A se presentan los factores autónomos¹ considerados anteriormente y sus variaciones.

¹ Para más detalles sobre los factores autónomos, véase el artículo titulado «[La gestión de la liquidez del BCE](#)», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2002.

Cuadro A
Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 3 de noviembre 2021 a 8 de febrero de 2022					Período de referencia anterior: 28 de julio de 2021 a 2 de noviembre de 2021	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento	Séptimo período de mantenimiento: 3 de noviembre a 21 de diciembre	Octavo período de mantenimiento: 22 de diciembre a 8 de febrero	Quinto y sexto período de mantenimiento			
Factores autónomos de liquidez	3.172,0	(+55,3)	3.146,4	(-0,6)	3.197,5	(+51,1)	3.116,6
Billetes en circulación	1.531,0	(+27,3)	1.521,4	(+14,0)	1.540,6	(+19,2)	1.503,7
Depósitos de las AAPP	605,2	(-48,3)	628,3	(-43,0)	582,0	(-46,3)	653,5
Otros factores autónomos (neto) ¹	1.035,8	(+76,4)	996,7	(+28,4)	1.074,9	(+78,2)	959,4
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	3.673,0	(+58,5)	3.689,1	(+35,4)	3.656,9	(-32,2)	3.614,5
de los cuales, exceso de reservas exento en el sistema de dos tramos	919,6	(+15,3)	919,6	(+10,4)	919,6	(+0,0)	904,2
de los cuales, exceso de reservas no exento en el sistema de dos tramos	2.769,5	(+60,0)	2.769,5	(+25,8)	2.769,5	(+0,0)	2.709,5
Exigencias de reservas mínimas²	154,8	(+2,9)	154,2	(+1,4)	155,4	(+1,2)	151,9
Tramo exento³	928,9	(+17,7)	925,4	(+8,5)	932,5	(+7,0)	911,3
Facilidad de depósito	739,6	(-12,9)	745,0	(+6,5)	734,2	(-10,8)	752,6
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Calculado como la suma de las cuentas de revaloración, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, capital y reservas.

2) Partida *pro memoria* que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

3) El exceso de reservas exento y el no exento se explican en el sitio web del BCE.

Activo

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 3 de noviembre 2021 a 8 de febrero de 2022				Período de referencia anterior: 28 de julio de 2021 a 2 de noviembre de 2021
	Séptimo y octavo periodo de mantenimiento	Séptimo período de mantenimiento: 3 de noviembre a 21 de diciembre	Octavo período de mantenimiento: 22 de diciembre a 8 de febrero	Quinto y sexto periodo de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	831,4 (-147,2)	870,5 (-99,5)	792,3 (-78,3)	978,6 (-47,5)	
Activos exteriores netos	858,4 (+27,5)	839,2 (+4,1)	877,7 (+38,5)	830,9 (+15,6)	
Activos netos denominados en euros	-27,0 (-174,7)	31,4 (-103,6)	-85,4 (-116,7)	147,7 (-63,1)	
Instrumentos de política monetaria	6.908,3 (+251,0)	6.864,5 (+142,2)	6.952,0 (+87,5)	6.657,3 (+346,3)	
Operaciones de mercado abierto	6.908,3 (+251,0)	6.864,5 (+142,2)	6.952,0 (+87,5)	6.657,3 (+346,3)	
Operaciones de crédito	2.205,4 (-6,3)	2.208,9 (-1,1)	2.201,8 (-7,1)	2.211,7 (+63,5)	
OPF	0,2 (+0,1)	0,2 (+0,0)	0,3 (+0,2)	0,2 (+0,0)	
OFPML a tres meses	0,1 (-0,0)	0,1 (-0,0)	0,1 (-0,0)	0,1 (-0,1)	
Operaciones TLTRO II	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	
Operaciones TLTRO III	2.202,2 (+7,2)	2.206,3 (+5,2)	2.198,1 (-8,2)	2.195,0 (+74,3)	
Operaciones PELTRO	2,9 (-13,5)	2,4 (-6,2)	3,4 (+1,0)	16,4 (-10,8)	
Carteras en firme	4.702,9 (+257,3)	4.655,6 (+143,3)	4.750,2 (+94,5)	4.445,6 (+282,8)	
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,4 (-0,0)	0,4 (-0,0)	0,4 (-0,1)	0,4 (-0,0)	
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,1 (-0,3)	2,4 (+0,0)	1,8 (-0,6)	2,4 (-0,0)	
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	297,7 (+1,8)	298,1 (+0,9)	297,3 (-0,7)	295,9 (+4,4)	
Programa para los mercados de valores	6,5 (-3,0)	6,5 (+0,0)	6,5 (+0,0)	9,5 (-7,7)	
Programa de compras de bonos de titulización de activos	28,3 (+1,3)	28,7 (+2,1)	28,0 (-0,7)	27,0 (-1,4)	
Programa de compras de valores públicos	2.487,7 (+39,8)	2.479,3 (+23,0)	2.496,2 (+16,9)	2.448,0 (+36,0)	
Programa de compras de bonos corporativos	310,2 (+15,4)	307,1 (+8,2)	313,2 (+6,1)	294,8 (+15,4)	
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	1.570,0 (+202,4)	1.533,2 (+109,0)	1.606,8 (+73,7)	1.367,5 (+236,1)	
Facilidad marginal de crédito	0,0 (-0,0)	0,0 (-0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 3 de noviembre de 2021 a 8 de febrero de 2022					Período de referencia anterior: 28 de julio de 2021 a 2 de noviembre de 2021	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento	Séptimo período de mantenimiento: 3 de noviembre a 21 de diciembre	Octavo período de mantenimiento: 22 de diciembre a 8 de febrero	Quinto y sexto período de mantenimiento			
Necesidades de liquidez agregadas ¹	2.495,7 (+205,4)	2.430,5 (+100,3)	2.560,9 (+130,4)	2.290,2 (+170,8)			
Factores autónomos netos ²	2.340,8 (+202,5)	2.276,2 (+98,9)	2.405,5 (+129,2)	2.138,4 (+167,8)			
Exceso de liquidez ³	4.412,6 (+45,6)	4.434,1 (+42,0)	4.391,1 (-43,0)	4.367,0 (+175,5)			

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.

2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo. En este cuadro también se incluyen las partidas en curso de liquidación en los factores autónomos netos.

3) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Periodo de referencia actual: 3 de noviembre 2021 a 8 de febrero de 2022					Período de referencia anterior: 28 de julio de 2021 a 2 de noviembre de 2021	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento	Séptimo período de mantenimiento: 3 de noviembre a 21 de diciembre	Octavo período de mantenimiento: 22 de diciembre a 8 de febrero	Quinto y sexto período de mantenimiento			
OPF	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	
ESTR	-0,576 (-0,006)	-0,574 (-0,004)	-0,578 (-0,004)	-0,570 (-0,005)	-0,570 (-0,005)	-0,570 (-0,005)	
Índice RepoFunds Rate Euro	-0,746 (-0,156)	-0,615 (-0,018)	-0,878 (-0,263)	-0,590 (+0,003)	-0,590 (+0,003)	-0,590 (+0,003)	

Fuente: BCE, RepoFunds Rate (CME Group).

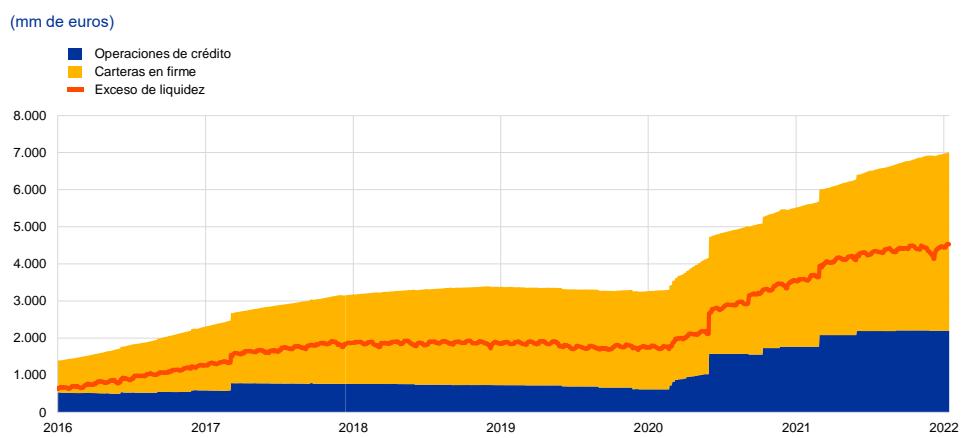
Nota: Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria aumentó en 251 mm de euros, hasta un importe de 6.908,3 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A). Este incremento fue el resultado de las compras netas realizadas en el marco de los programas de compras de activos, sobre todo del PEPP, mientras que las operaciones de crédito que fueron venciendo y los reembolsos de operaciones TLTRO III absorbieron liquidez.

Gráfico A

Evolución de la liquidez proporcionada a través de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 8 de febrero de 2022.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 6,3 mm de euros durante el período de referencia. La mayor parte de este descenso se debió al vencimiento de operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO) en el período de referencia previo, cuyo efecto no se materializa plenamente hasta este período. En el marco del programa PELTRO, en diciembre de 2021 solo se adjudicaron 1,1 mm de euros en la última operación. En conjunto, el efecto de los importes adjudicados en las nuevas operaciones PELTRO y de las operaciones de subasta que vencieron dio lugar a una absorción de liquidez neta media de 13,5 mm de euros con respecto al período de referencia anterior. La liquidación de 51,97 mm de euros en la décima operación TLTRO III el 22 de diciembre se compensó con los reembolsos voluntarios de operaciones TLTRO III anteriores por importe de 60,2 mm de euros realizados en la misma fecha, de forma que, en términos netos, las operaciones TLTRO III drenaron liquidez por primera vez desde su introducción. Las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses siguieron desempeñando un papel meramente marginal, y el recurso medio a estas dos operaciones regulares de financiación se mantuvo en mínimos históricos, como en el período de referencia anterior.

Las carteras en firme aumentaron en 257,3 mm de euros, hasta situarse en 4.702,9 mm de euros, debido a las adquisiciones netas realizadas en el contexto del PEPP y del APP. Las tenencias de valores en el marco del PEPP se incrementaron, en promedio, en 202,4 mm de euros con respecto a la media del período de referencia anterior, y se situaron en 1.570 mm de euros. Considerando todos los programas de compras de activos del BCE, las adquisiciones realizadas en el contexto del PEPP fueron las que más crecieron, seguidas de las del programa de compras de valores públicos (PSPP) y de las del programa de compras de bonos corporativos (CSPP), que aumentaron, en promedio, en 39,8 mm de euros (hasta 2.487,7 mm de euros) y en 15,4 mm de euros (hasta 310,2 mm de euros).

euros), respectivamente. El vencimiento de los valores mantenidos en programas no activos redujo el volumen de las carteras en firme en 3,4 mm de euros.

Exceso de liquidez

El exceso medio de liquidez aumentó en 45,6 mm de euros, hasta alcanzar un nuevo récord de 4.412,6 mm de euros (gráfico A). El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas y el recurso a la facilidad de depósito neto de cualquier recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito. Los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas registraron un incremento de 58,5 mm de euros y se situaron en 3.673 mm de euros, mientras que el recurso a la facilidad de depósito se redujo, en promedio, en 12,9 mm de euros, hasta un importe de 739,6 mm de euros.

El exceso de reservas exento de la aplicación del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito en el marco del sistema de dos tramos se incrementó en 15,3 mm de euros y alcanzó una cifra de 919,6 mm de euros². El tramo no exento del exceso de liquidez, que incluye la facilidad de depósito, aumentó en 47,1 mm de euros, hasta los 3.509,2 mm de euros. La tasa de utilización agregada del tramo exento máximo, es decir, la ratio de las reservas exentas sobre el máximo que podría estar exento³, que ha permanecido por encima del 98 % desde el tercer período de mantenimiento de 2020, disminuyó ligeramente del 99,2 % al 99 %. En el período considerado, el exceso de reservas exento supuso el 20,8 % del exceso de liquidez total, frente al 20,7 % del período de referencia precedente.

Evolución de los tipos de interés

El €STR apenas experimentó cambios y se situó, en promedio, en –57,6 puntos básicos durante el período de referencia. Como consecuencia del elevado exceso de liquidez, el €STR sigue siendo relativamente inelástico, incluso en respuesta a variaciones sustanciales de la liquidez. El eonia dejó de aplicarse el 3 de enero de 2022 y, por consiguiente, ya no se ofrece información sobre él. Los tipos oficiales del BCE —los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito— no variaron durante el período de referencia.

El tipo repo medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, bajó 15,6 puntos básicos durante el período de referencia, hasta el –0,746 %. Este descenso fue inusualmente pronunciado y generalizado, ya que no solo afectó a los tipos *repo* para operaciones con garantía de deuda pública

² Se puede consultar información adicional sobre el sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de liquidez en el [sitio web](#) del BCE.

³ El importe máximo exento se calcula como la suma de las reservas mínimas y el tramo exento, que equivale a seis veces la cuantía de las reservas mínimas.

alemana y francesa, sino también a los aplicados a operaciones con garantía de deuda pública italiana y española. La disminución puede atribuirse a los patrones típicos de final de año, que fueron especialmente acusados. Tras mostrar una tendencia sostenida a la baja en la primera parte del período de referencia, los tipos *repo* experimentaron una fuerte caída el 31 de diciembre de 2021, cuando el índice RepoFunds Rate Euro retrocedió hasta su mínimo histórico del -4,498 %. En enero de 2022, este tipo se normalizó rápidamente y volvió a una cota próxima a la media registrada en el séptimo período de mantenimiento.

4

Tasas de ahorro de las empresas durante la pandemia

Gabe de Bondt

En este recuadro se examina la evolución de las tasas de ahorro de las sociedades no financieras en la zona del euro y en sus principales economías durante la pandemia. El recuadro se centra en el ahorro de las empresas como parte de las cuentas integradas de la zona del euro. Se establece una distinción entre el ahorro que incluye el «consumo de capital fijo», también conocido como «amortizaciones», y el ahorro neto, que suele denominarse «beneficios no distribuidos». El ahorro de las empresas es la parte de su beneficio que no se reparte a los accionistas en forma de dividendos. Por lo general, las empresas acumulan ahorro porque les ayuda a protegerse en caso de una emergencia financiera, puede utilizarse para hacer frente a gastos de explotación y al gasto en inversión, les facilita el acceso a la financiación externa, reduce las tensiones financieras y aporta una mayor sensación de libertad financiera. El ahorro es importante como fuente interna de financiación de la inversión. Según la teoría de la jerarquía financiera, las empresas priorizan sus fuentes de financiación y recurren preferentemente a la financiación interna, después a la deuda y, en última instancia, a la emisión de acciones¹. Además, a las empresas les resulta más fácil obtener fondos si tienen una tasa de ahorro elevada, en la medida en que ello denota una sólida gestión de su balance y buenas perspectivas de negocio. Sin embargo, un ahorro abundante y sostenido en el tiempo puede indicar también una falta de oportunidades de inversión productiva o una reticencia a asumir riesgos en su actividad².

Las tasas de ahorro de las empresas han alcanzado máximos históricos en los últimos trimestres. Tras registrar máximos sin precedentes en 2017, las tasas de ahorro de las sociedades no financieras de la zona del euro iniciaron una tendencia a la baja, aunque se mantuvieron por encima de las medias históricas. Al comienzo de la crisis del COVID-19, la tasa de ahorro bruto de las sociedades no financieras de la zona siguió cayendo, principalmente debido a la disminución de los ingresos. El descenso del ahorro fue incluso más intenso medido en términos netos, es decir, excluyendo el consumo de capital fijo (panel a del gráfico A). El principal

¹ Para conocer evidencia empírica de la considerable importancia de la disponibilidad de fuentes de financiación interna para la inversión empresarial agregada en la zona del euro y en Estados Unidos, véase G. de Bondt y M. Diron, «Investment, financing constraints and profit expectations: new macro evidence», *Applied Economics Letters*, vol. 15(8), 2008, pp. 577-581. Para consultar evidencia basada en un panel de 47 países sobre la estrecha relación existente entre el mayor ahorro y la mayor inversión de las empresas, véase R. Bebczuk y E. Cavallo, «Is business saving really none of our business?», *Applied Economics*, vol. 48(24), 2016, pp. 2266-2284. En este estudio se concluye que el ahorro empresarial y la financiación externa son fuentes de financiación complementarias para la inversión.

² Por ejemplo, el excesivo ahorro empresarial en Japón se ha asociado a una falta de oportunidades de crecimiento y a un gobierno corporativo deficiente. Véanse, por ejemplo, J. Tong y M. Bremer, «Stock repurchases in Japan: A solution to excessive corporate saving?», *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 41(C), 2016, pp. 41-56; C. Aoyagi y G. Ganelli, «Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan», *Journal of Banking and Financial Economics*, vol. 1(7), University of Warsaw, Faculty of Management, 2017, pp. 51-69; Z. Sun e Y. Wang, «Corporate precautionary savings: Evidence from the recent financial crisis», *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 56(C), 2015, pp. 175-186; y E. Dudley y N. Zhang, «Trust and corporate cash holdings», *Journal of Corporate Finance*, vol. 41(C), 2016, pp. 363-387.

factor determinante del ahorro fueron los ingresos de las empresas, que se contrajeron de forma acusada en el segundo trimestre de 2020. Desde aproximadamente mediados de 2020, el ahorro ha repuntado con fuerza, impulsado de nuevo sobre todo por la evolución de los ingresos empresariales, y las tasas de ahorro han alcanzado niveles muy superiores a su media desde 1999. Este repunte se ha sustentado fundamentalmente en las medidas de política económica y en los propios esfuerzos de las sociedades no financieras por mejorar su situación de liquidez³. Dicha dinámica ha sido generalizada en todos los países. En los últimos trimestres, la tasa de ahorro bruto de este sector se situó en máximos históricos, o en niveles cercanos a ellos, en tres de las cuatro economías principales de la zona del euro (es decir, salvo en España). Las divergencias entre países desde el comienzo de la pandemia reflejan, en parte, diferentes medidas de apoyo⁴. No obstante, desde una perspectiva de más largo plazo, las tasas de ahorro de las sociedades no financieras en España han sido elevadas en comparación con las de otros países desde la crisis financiera mundial, lo que refleja un intenso y duradero proceso de desapalancamiento de las empresas.

³ Para una descripción más detallada, véanse el recuadro titulado «[La situación de las sociedades no financieras durante la pandemia](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021, y el artículo titulado «[Assessing corporate vulnerabilities in the euro area](#)» en este *Boletín Económico*.

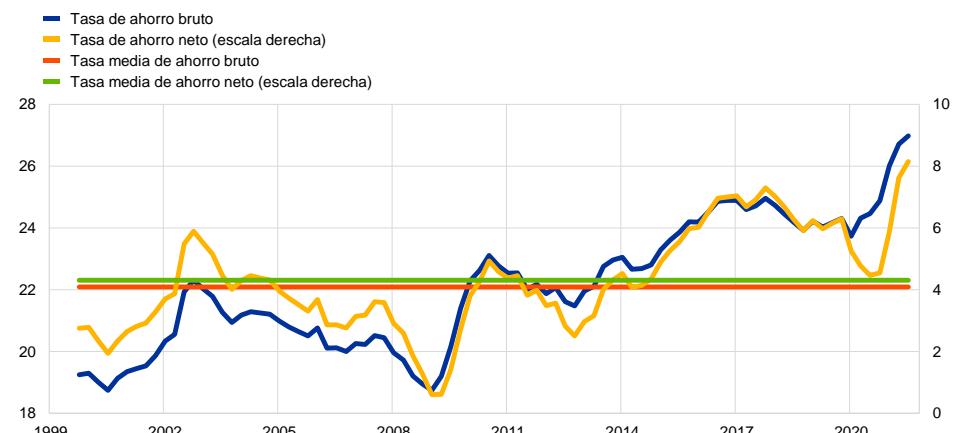
⁴ Para ver las diferencias entre países en el nivel de utilización de los avales públicos para préstamos, véase el recuadro titulado «[Los avales públicos para préstamos y el crédito bancario durante la pandemia de Covid-19](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

Gráfico A

Tasa de ahorro de las sociedades no financieras en la zona del euro y en sus principales economías

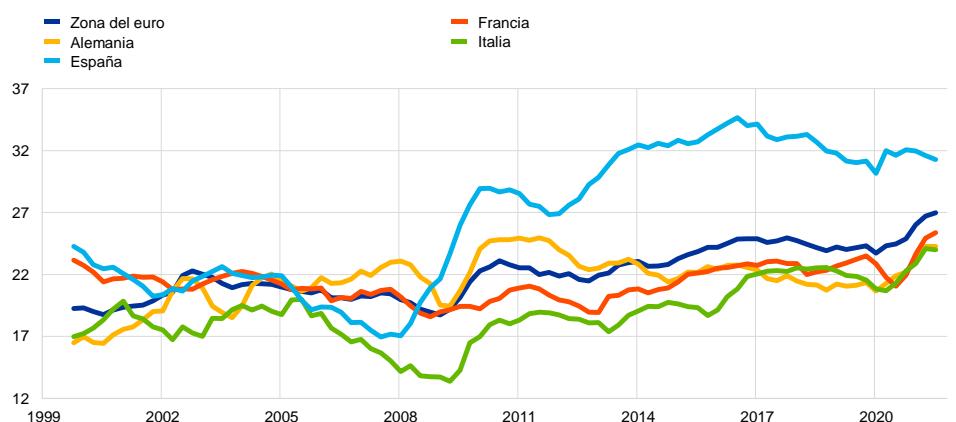
a) Zona del euro

(ahorro en porcentaje del valor añadido, sumas de cuatro trimestres)



b) Tasa de ahorro bruto

(ahorro en porcentaje del valor añadido, sumas de cuatro trimestres)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de los autores.

Nota: La diferencia entre el ahorro bruto y el neto es el consumo de capital fijo.

En la misma línea, las medidas del ahorro en relación con la inversión del sector de sociedades no financieras han repuntado con fuerza en los últimos trimestres. Si las empresas ahorrar más de lo que invierten, son prestamistas netas. En la zona del euro, la capacidad de financiación de las sociedades no financieras, es decir, la brecha entre el ahorro y la inversión, y la ratio de ahorro sobre inversión han alcanzado nuevos máximos en los últimos trimestres (panel a del gráfico B). La capacidad de financiación se situó en 318 mm de euros en el tercer trimestre de 2021. No está claro hasta qué punto el aumento de esta variable será permanente, ya que depende, entre otros factores, de la confianza a largo plazo de las empresas en su capacidad para obtener financiación externa⁵. El repunte de la capacidad de financiación ha sido generalizado en los principales países de la zona del euro, con valores positivos en todos ellos: alrededor del 0,5 %

⁵ Véase K. Nakajima y T. Sasaki, «Bank dependence and corporate propensity to save», *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 36, febrero de 2016, pp. 150-165.

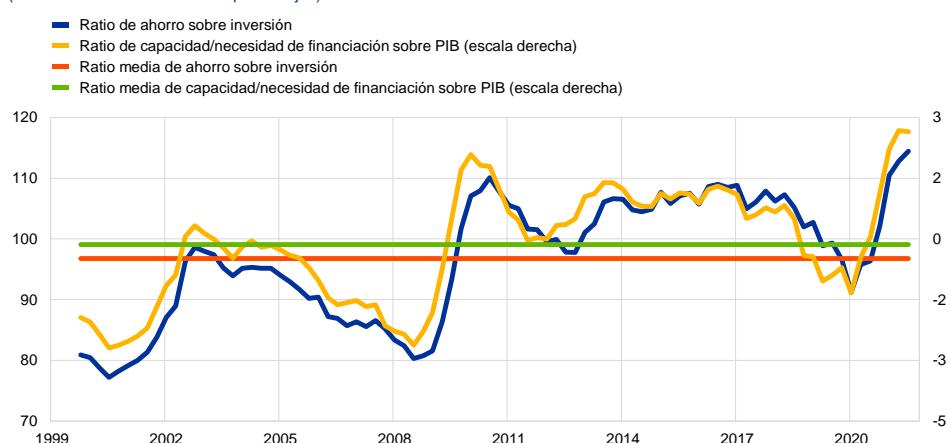
del PIB en Francia y del 3 % del PIB en las otras grandes economías de la zona (panel b del gráfico B). Cabe señalar que, en promedio desde 1999, la capacidad de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro ha sido próxima a cero. De igual modo, el ahorro de estas empresas se ha situado cerca del 100 % de la inversión empresarial, lo que subraya la importancia del ahorro como fuente de financiación interna para la inversión.

Gráfico B

Ratios de ahorro sobre inversión y de capacidad de financiación sobre PIB de las sociedades no financieras en la zona del euro y en sus principales economías

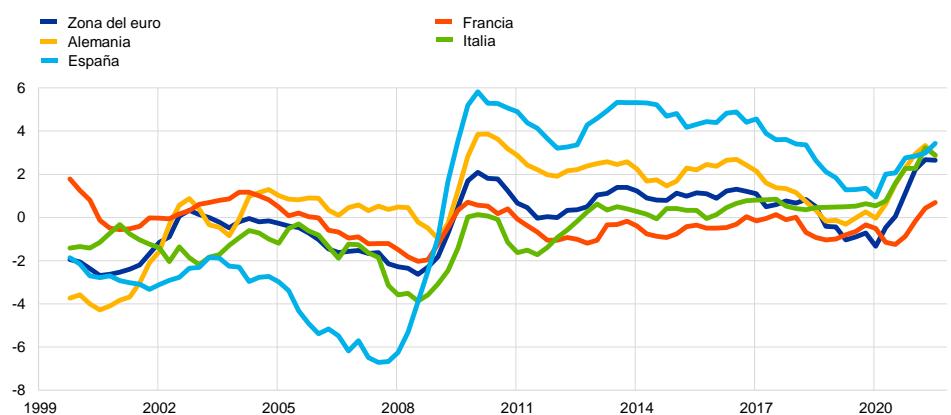
a) Zona del euro

(sumas de cuatro trimestres en porcentajes)



b) Ratio de capacidad/necesidad de financiación sobre PIB

(sumas de cuatro trimestres en porcentajes)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de los autores.

Notas: «Ratio de ahorro sobre inversión» se refiere a la relación entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital fijo. La capacidad de financiación negativa se denomina «necesidad de financiación».

Parece que actualmente no hay una falta de disponibilidad de financiación

interna para la inversión empresarial en la zona del euro, en términos

agregados. En los últimos trimestres, las empresas de la zona del euro han asignado una proporción relativamente elevada de sus activos financieros a activos líquidos (panel a del gráfico C). Además, las ratios agregadas de deuda sobre activos y de deuda neta sobre excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras de la zona del euro fueron más bajas en el tercer trimestre de 2021 que

en el cuarto trimestre de 2019, es decir, antes de la pandemia (panel b del gráfico C). La última ratio aproxima la ratio de deuda neta sobre beneficios antes de intereses, impuestos y amortizaciones (EBITDA), que es la que utilizan habitualmente las agencias crediticias para determinar la probabilidad de que una empresa incumpla el pago de su deuda. Esta ratio indica el tiempo durante el que una empresa necesitaría operar a su nivel actual para amortizar todas sus deudas. En este contexto, la amplia disponibilidad de ahorro —y, por tanto, de fuentes internas de financiación— de las sociedades no financieras a escala agregada de la zona del euro, combinada con la persistencia de unas condiciones de financiación externa favorables, deberían ayudar a fortalecer la inversión empresarial en los próximos meses⁶. Por otro lado, la elevada incertidumbre actual y la retirada progresiva de las medidas de apoyo fiscal podrían sugerir que las empresas están manteniendo unos niveles de ahorro más altos por motivos de precaución⁷.

⁶ Para conocer los efectos, desagregados a nivel de sector y tamaño, véase el artículo titulado «*Assessing corporate vulnerabilities in the euro area*», en este *Boletín Económico*.

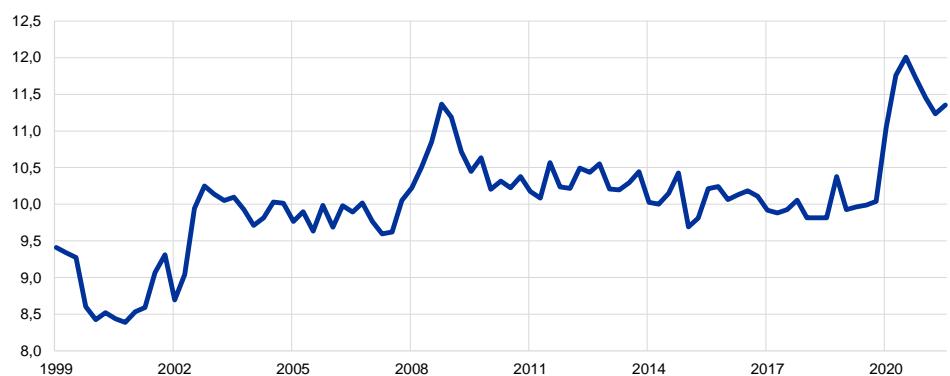
⁷ Véanse también M. Demary, S. Hasenclever y M. Hüther, «Why the COVID-19 Pandemic Could Increase the Corporate Saving Trend in the Long Run», *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, vol. 56, n.º 1, 2021, pp. 40-44; y L. A. Riddick y T. M. Whited, «The Corporate Propensity to Save», *The Journal of Finance*, vol. 64, n.º 4, 2009, pp. 1729-1766. Este último estudio indica que las empresas mantienen mayores saldos de efectivo por motivos de precaución cuando la financiación externa es cara, la incertidumbre sobre los ingresos es elevada o las inversiones son cuantiosas y su financiación costosa. También es probable que las empresas acumulen activos más líquidos cuando la productividad del capital es baja.

Gráfico C

Ratios de activos líquidos y de deuda de las sociedades no financieras en la zona del euro

a) Ratio de activos líquidos

(en porcentajes)



b) Ratios de deuda

(en porcentajes)

— Ratio de deuda sobre activos
— Ratio de deuda neta sobre excedente bruto de explotación (escala derecha)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de los autores.

Notas: «Ratio de activos líquidos» se refiere al efectivo y depósitos en porcentaje de los activos financieros totales. «Ratio de deuda sobre activos» es la deuda no consolidada en porcentaje del total de activos financieros y no financieros. «Deuda neta» corresponde a los préstamos consolidados, más los valores representativos de deuda, más los seguros y planes de pensiones, menos los activos líquidos. El excedente bruto de explotación se calcula como sumas de cuatro trimestres.

5 El papel del ciclo de existencias en la recuperación actual

Malin Andersson y Gwenaël Le Breton

El ciclo de existencias suele ser procíclico, y la variación de existencias es un componente del gasto del PIB extraordinariamente volátil. En este recuadro se analiza el impacto de las existencias y sus determinantes sobre la actividad de la zona del euro en la fase de recuperación económica actual. Existe una correlación elevada y positiva entre el ciclo de existencias y la actividad. En las dos últimas décadas, la contribución de la variación de existencias al crecimiento interanual del PIB de la zona del euro ha oscilado entre +1 punto porcentual y -1,5 puntos porcentuales, con fluctuaciones especialmente acusadas en períodos de crisis (gráfico A). La interpretación económica de la dinámica de las existencias resulta difícil por dos motivos principales. En primer lugar, la aportación de las existencias al crecimiento del PIB refleja los cambios en el ritmo al que estas se acumulan, es decir, si hay una aceleración o una desaceleración¹. Por tanto, las existencias pueden contribuir positivamente al crecimiento si el ritmo de desacumulación (es decir, de reducción de las existencias) simplemente se ralentiza; no es necesario que se produzca una verdadera acumulación de existencias. En segundo lugar, la acumulación de existencias no solo refleja la evolución de varias categorías de existencias, que pueden compensarse entre sí en términos agregados, sino que también incluye las discrepancias (un componente «residual») y la adquisición neta de objetos valiosos. La dinámica de estos dos elementos no suele estar relacionada con el ciclo económico².

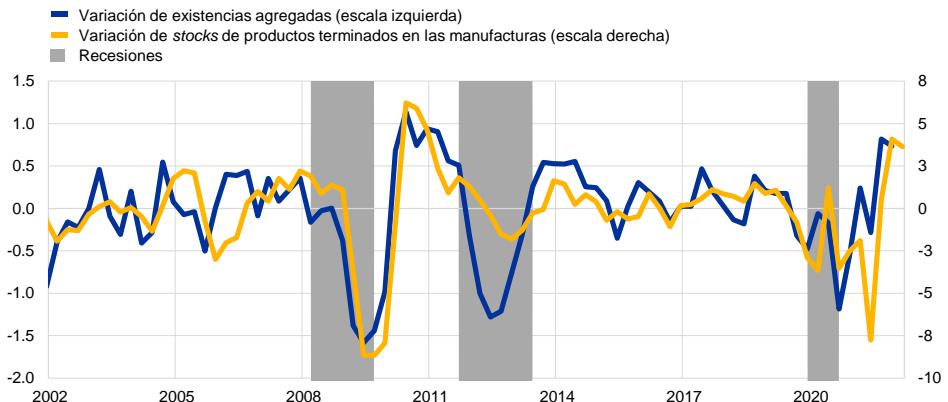
¹ El motivo es que la producción que no se vende en el mismo período contable incrementa las existencias de dicho período; por tanto, la variación de existencias es lo que influye en la «identidad contable» que relaciona el PIB y sus componentes del gasto. Véase el recuadro titulado «*Acumulación de existencias: consideraciones teóricas y evolución reciente*», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012.

² Se producen discrepancias porque las existencias suelen desempeñar un papel destacado en el proceso equilibrador de las cuentas nacionales y, por tanto, contienen un importante componente «residual», debido a que no se dispone de datos reales o fiables de frecuencia trimestral sobre las existencias. Los objetos valiosos incluyen, por ejemplo, metales preciosos y objetos de arte y representan una pequeña parte de las existencias.

Gráfico A

Variación de existencias

(contribución en puntos porcentuales al crecimiento interanual del PIB – escala izquierda; índice de difusión, diferencias de cuatro trimestres – escala derecha)



Fuentes: Eurostat y Markit.

Notas: Los datos de Markit incluyen medias trimestrales de datos mensuales. Las existencias agregadas se basan en datos de las cuentas nacionales. Los stocks de productos terminados se refieren a las respuestas a la pregunta de la encuesta a directores de compras (PMI) sobre «el nivel de productos terminados que han salido de la línea de producción y están esperando su envío/venta (en unidades, no en valor monetario) este mes en comparación con el mes anterior». Los períodos de recesión son los definidos por el Centre for Economic Policy Research. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2021 para las existencias y a febrero de 2022 para la encuesta PMI.

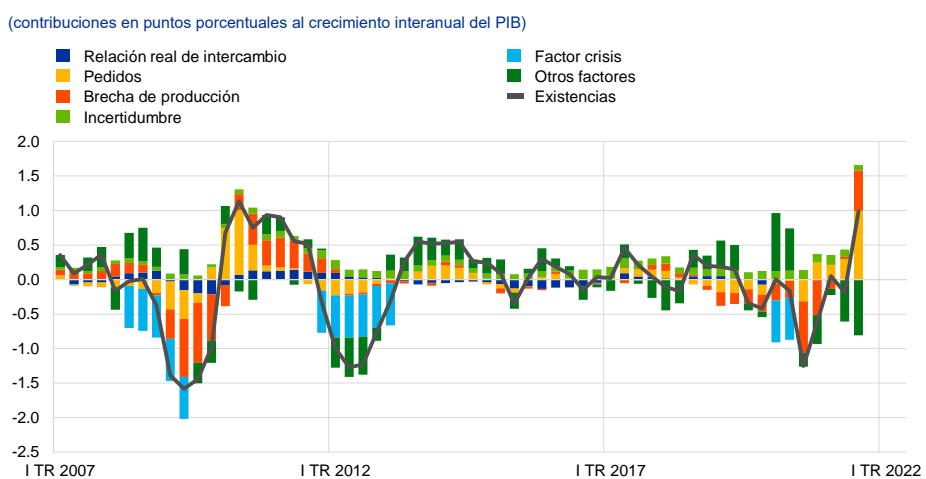
Las existencias incluyen productos terminados, existencias comerciales, productos en curso e insumos, por lo que corresponden a distintas fases del proceso de producción. Por ejemplo, la relación entre las existencias de insumos y las de productos terminados es procíclica, ya que la acumulación de las primeras tiene lugar antes en fases de expansión económica y precede a la acumulación de productos terminados. En ausencia de datos coyunturales, los indicadores de opinión pueden dar una idea de la situación de las existencias a corto plazo. La variación anual de los stocks de productos terminados en las manufacturas, basada en la encuesta PMI —que mide la variación del crecimiento de las existencias— es acorde con la contribución anual de la variación de existencias al crecimiento del PIB sobre la base de las cuentas nacionales, y apunta a una aportación positiva y sostenida de la acumulación de existencias en el primer trimestre de 2022 (gráfico A).

Las fluctuaciones en la contribución de la acumulación de existencias al crecimiento del PIB reflejan ajustes ante cambios en las condiciones de oferta y de demanda. La variación de las existencias de las empresas sirve fundamentalmente de colchón para que el proceso de producción sea fluido y para reducir los costes de ajuste de la producción y el coste de las entregas en función de la variación de las ventas³. Una ecuación de regresión estimada utilizando una muestra de datos para el período 2000-2019 indica que la brecha de producción —definida como la diferencia entre la evolución de la producción de las manufacturas y la evolución de las ventas minoristas— explica el ciclo de existencias relativamente bien en épocas de crisis (gráfico B). En otras palabras, la contribución de la acumulación de existencias al crecimiento del PIB disminuye cuando la

³ Véase A. Khan, «The Role of Inventories in the Business Cycle», *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Q3 2003.

producción desciende en mayor medida que las ventas minoristas (porque se utilizan los *stocks* para cubrir la caída), y viceversa. Los factores de demanda, recogidos por la evolución de los pedidos, también llevan a las empresas a ajustar sus existencias. El deterioro de la relación real de intercambio y la creciente incertidumbre, que podrían fomentar la acumulación de existencias, han jugado un papel menor. La aportación de la acumulación de existencias ha sido particularmente negativa en tiempos de crisis. En épocas «normales», «otros factores» —es decir, el componente residual— explica una parte no desdeñable de la contribución de las existencias al PIB, lo que refleja el hecho de que las estadísticas sobre existencias contienen un componente residual que no está relacionado con el ciclo económico, según lo indicado anteriormente.

Gráfico B Existencias y sus determinantes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La estimación se basa en A. Boata, «*Painful destocking in sight for European corporates*», *EulerHermes*, 2019. El período de estimación del gráfico abarca desde el primer trimestre de 2000 hasta el cuarto trimestre de 2019. Los pedidos (basados en la información de la encuesta PMI de manufacturas), la relación real de intercambio (el deflactor de las exportaciones/importaciones) y la brecha de producción (producción industrial menos comercio minorista) se expresan en términos interanuales, con un desfase de un trimestre. La incertidumbre se capta mediante el nivel del Índice europeo de incertidumbre sobre las políticas económicas. El factor crisis es una variable ficticia para los períodos de recesión (definidos por el Centre for Economic Policy Research). «Otros factores» refleja el componente residual. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2021.

La actual aceleración en la acumulación de existencias podría reflejar también un «efecto látigo» relacionado con los cuellos de botella en la oferta. En un entorno caracterizado por una elevada demanda e incertidumbre acerca del suministro de insumos, las empresas manufactureras tienden a acumular existencias de insumos por precaución y a veces aumentan los pedidos por encima de sus necesidades reales. El denominado efecto látigo podría haber amplificado la prociclicidad de la variación de existencias en el entorno actual^{4,5}. Un desglose de los datos del PMI del sector manufacturero muestra que el ritmo de acumulación de compras (es decir, insumos) alcanzó un máximo histórico a finales de 2021 para los bienes de equipo, los productos intermedios y los vehículos de motor (panel a del

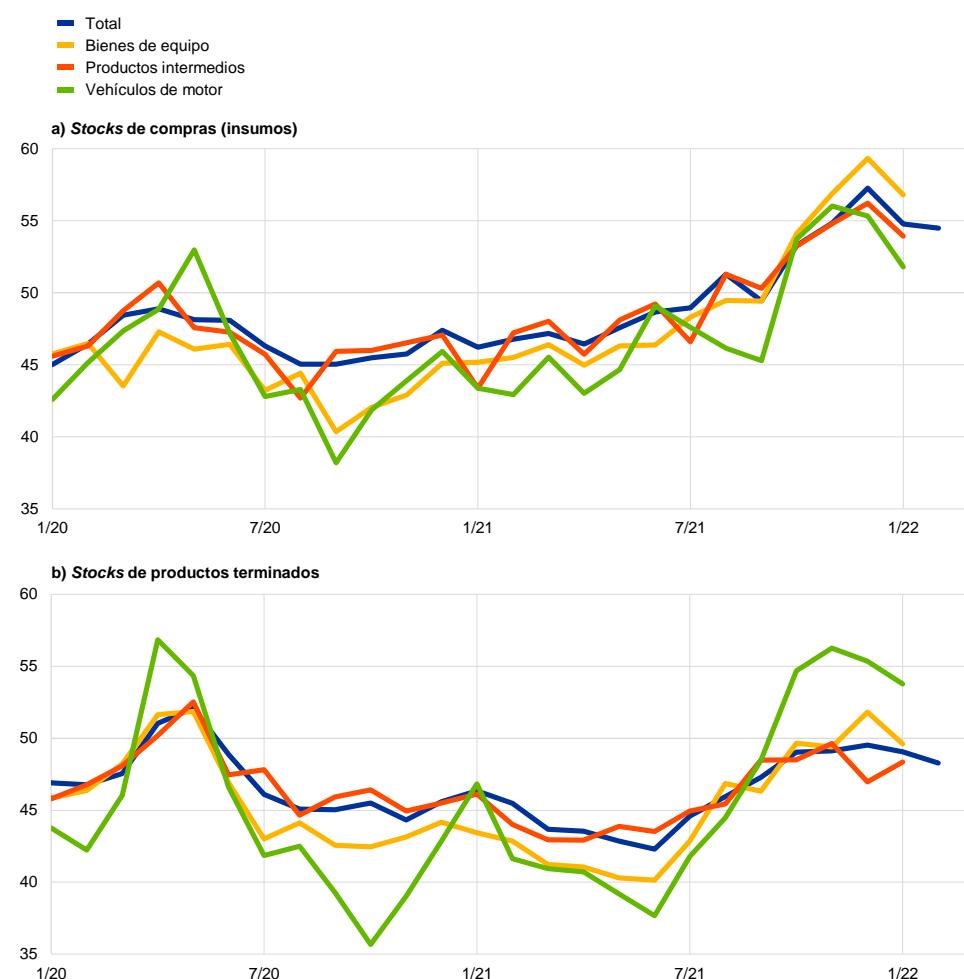
⁴ Véase H. L. Lee, V. Padmanabhan y S. Whang, «*Information Distortion in a Supply Chain: The Bullwhip Effect*», *Management Science*, 1997, vol. 43, Issue 4.

⁵ Véase H.S. Shin, «*Bottlenecks, labour markets and inflation in the wake of the pandemic*», discurso pronunciado en el seminario internacional del G-20 «Recover together, recover stronger», diciembre de 2021.

gráfico C), y después comenzó a ralentizarse a principios de 2022. En conjunto, los datos del PMI de *stocks* de productos terminados sugieren que las existencias de bienes de equipo y de productos intermedios se han mantenido prácticamente sin cambios en los últimos meses, tras haber ido aumentando de forma progresiva desde mediados de 2021. En cambio, las existencias de vehículos de motor continuaron creciendo hasta finales de 2021 (panel b del gráfico C), debido a la acumulación de automóviles (casi) acabados carentes de microchips. El *stock* de vehículos de motor terminados no empezó a disminuir hasta hace poco, tras una mejora del suministro mundial de microchips.

Gráfico C
Stocks, por tipo y sector

(Índices de difusión, 50 = sin cambio)



Fuente: Markit.

Notas: El *stock* de compras se refiere a las respuestas a la pregunta de la encuesta PMI sobre «el nivel de existencias de materiales comprados (en unidades, no en valor monetario) este mes en comparación con el mes anterior», en referencia al *stock* de productos terminados, véanse las notas del gráfico A. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022 para el total y a enero de 2022 para los componentes.

De cara al futuro, los bajísimos niveles de stocks y la persistencia de restricciones de oferta pueden apuntar a la acumulación adicional de existencias.

La encuesta PMI de manufacturas indica una aceleración sostenida general de la

acumulación de existencias en el primer trimestre de 2022, mientras que sigue considerándose que los niveles de existencias según la encuesta de la Comisión Europea, tanto en los sectores manufacturero como de comercio minorista, son históricamente bajos, pese a algunas mejoras recientes en las manufacturas (gráfico D). La evidencia procedente de contactos con empresas⁶ refleja opiniones heterogéneas sobre las existencias en función de los sectores, la complejidad de los productos y el lugar que ocupan en la cadena de producción, pero, en general, confirma que las existencias de insumos y de productos terminados son reducidas, mientras que las de productos semiterminados y de mercancías en tránsito tienden a ser elevadas⁷. La variación agregada del ritmo de acumulación de existencias —que determina la contribución de las existencias al crecimiento del PIB— depende, en particular, de la relajación de las restricciones de oferta y de un posible exceso de pedidos. Los contactos de las empresas esperan que los cuellos de botella se prolonguen, al menos, hasta la segunda mitad de este año, lo que podría alargar el efecto látigo. Aunque la esperada acumulación adicional de existencias podría reflejar motivos de precaución, los contactos de las empresas y otras fuentes⁸ no han proporcionado hasta la fecha evidencia sólida de un cambio general en las estrategias de gestión de existencias de las sociedades no financieras, desde un modelo de producción *just-in-time*⁹ hacia un modelo *just-in-case*, que podría afectar permanentemente al ciclo de existencias.

⁶ Para más información sobre la naturaleza y la finalidad de estos contactos, véase el artículo titulado «*The ECB's dialogue with non-financial companies*», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

⁷ Véase el recuadro titulado «*Resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras*», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022. Unos niveles de existencias de productos terminados más elevados de lo habitual podrían reflejar restricciones relacionadas con el transporte, la falta de componentes o precios elevados, que aumentan el valor de las existencias y, por tanto, el coste del capital circulante, mientras que unos niveles de existencias inusualmente bajos son el resultado de una demanda elevada.

⁸ Véase, por ejemplo, K. Alicke, E. Barriball y V. Trautwein, «*How COVID-19 is reshaping supply chains*» *McKinsey & Company*, noviembre de 2021.

⁹ El modelo *just-in-time* de las cadenas de suministro se centra en racionalizar las existencias para reducir los costes de producción, lo que suaviza el ciclo de existencias, véase M. Piger, «*Is the Business Cycle Still an Inventory Cycle?*», *Economic Synopses*, n.º 2, Federal Reserve Bank of St Louis, 2005. Las existencias se reducen al mínimo y se utilizan contratos de suministro a corto plazo, que pueden ajustarse con rapidez en función de los cambios en la demanda.

Gráfico D

Evaluación de las existencias de productos terminados

(saldos netos, corregidos por la media)

- Sector de comercio minorista
- Sector manufacturero



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN) y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a las respuestas a la siguiente pregunta de la encuesta de la Comisión Europea: «¿Considera que su nivel actual de existencias de productos terminados es excesivamente elevado (por encima de lo normal)/adecuado/excesivamente reducido (por debajo de lo normal)?». La última observación corresponde a febrero de 2022.

6

La recuperación del mercado de trabajo de la zona del euro según la encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE

António Dias da Silva, Desislava Rusinova y Marco Weißler

En este recuadro se analiza la recuperación actual del mercado de trabajo a partir de datos de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) del BCE¹. La CES aporta datos nuevos sobre el mercado laboral de la zona del euro². Los participantes en la encuesta proporcionan información relativa a su situación laboral, las búsquedas de empleo realizadas, sus expectativas de empleo y de ingresos, su nivel de satisfacción laboral y el grado de correspondencia entre su cualificación profesional y su puesto de trabajo. Algunos de estos datos no están disponibles en las estadísticas oficiales de la UE sobre el mercado laboral y, además, la CES proporciona información más actualizada respecto de los principales agregados de este mercado. Por tanto, la información procedente de la CES es útil como complemento de los datos oficiales de la UE. En este recuadro se parte de esta información para arrojar luz sobre la recuperación en curso del mercado de trabajo de la zona del euro.

En general, la tasa de actividad se está recuperando, en línea con la disminución observada en el número de trabajadores desanimados. Los datos de la CES indican que la tasa de actividad, es decir, el porcentaje de la población en edad de trabajar que está ocupada o en búsqueda activa de empleo, ha repuntado desde enero del año pasado (gráfico A)³. Con todo, los datos correspondientes a enero de 2022 muestran una reducción de esta tasa y un aumento de los trabajadores desanimados, es decir, los que no están buscando empleo actualmente porque consideran que no hay vacantes adecuadas para ellos, o no han empezado aún a buscar. Es probable que esta evolución reciente esté relacionada con el endurecimiento de las medidas de contención del coronavirus (COVID-19), así como con factores estacionales que deprimen la demanda de trabajo en los meses de invierno. El alza de la tasa de actividad en 2021 estuvo acompañada de un menor desánimo laboral⁴. Por tanto, este incremento se ha debido, en parte, a la transición directa al empleo de encuestados que no estaban buscando empleo activamente («inactivos»), lo que indica que las perspectivas del mercado laboral están mejorando también para los participantes en la encuesta desempleados que buscan trabajo de forma activa. La tasa de paro, medida por la CES, siguió descendiendo

¹ Véase información más detallada sobre la CES en «[ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 287, BCE, diciembre de 2021.

² Este conjunto de datos abarca seis países de la zona del euro: Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos.

³ Para un análisis reciente de la evolución de la población activa basado en datos de Eurostat, véase «[Evolución de la oferta de trabajo en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021.

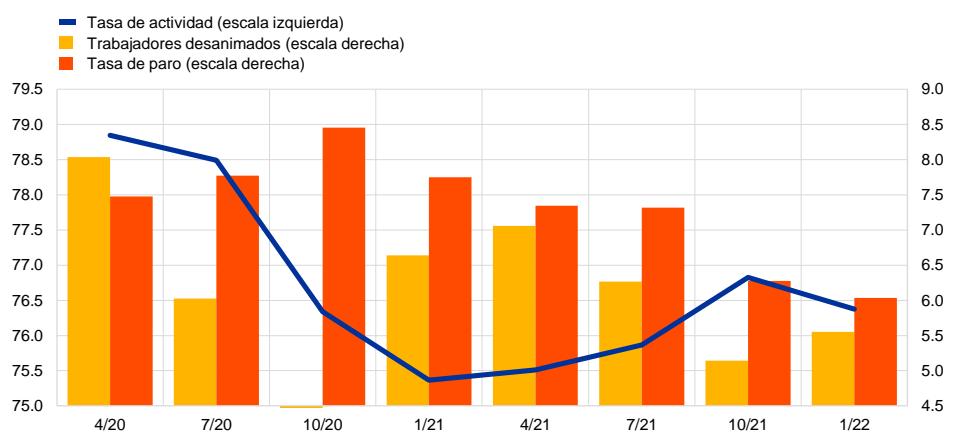
⁴ Como consecuencia de los cambios metodológicos realizados en la fase piloto de la CES, la situación laboral de los encuestados en los meses de abril y julio de 2020 y la ratio de trabajadores desanimados de julio y octubre de 2020 no son plenamente comparables con el resto de la muestra.

en enero de 2022 y se situó 2,4 puntos porcentuales por debajo del nivel más alto alcanzado durante el período de la pandemia.

Gráfico A

Población activa, desempleo y trabajadores desanimados

(escala izquierda: porcentaje de población en edad de trabajar; escala derecha: porcentaje de encuestados inactivos para los trabajadores desanimados y porcentaje de población activa para la tasa de paro)



Fuente: CES.

Notas: La tasa de actividad es el porcentaje de encuestados empleados, más el porcentaje de encuestados en situación de desempleo que están buscando trabajo en cada período, sobre el total de participantes en la encuesta con edades comprendidas entre 20 y 64 años. La tasa de paro es el porcentaje de encuestados desempleados que están buscando empleo sobre la población activa de entre 20 y 64 años. En ambos casos, las tasas referidas en la CES difieren de las calculadas por Eurostat debido a varias diferencias muestrales y metodológicas. Además, como consecuencia de la revisión de la pregunta de la CES relativa a la situación laboral, podría observarse una ruptura de estas series en octubre de 2020. Los trabajadores desanimados son el porcentaje de todos los encuestados de la cohorte de 20 a 64 años inactivos que no están buscando empleo en cada período porque «no hay ofertas de trabajo disponibles» o porque «aún no han empezado a buscar».

Las percepciones sobre la evolución del mercado de trabajo mejoraron sustancialmente tras los primeros meses de la pandemia de COVID-19

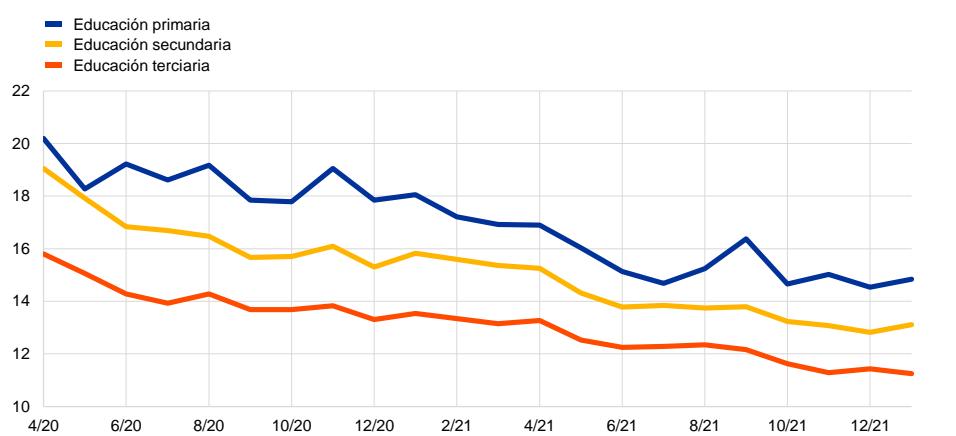
(gráfico B). A medida que se recuperaban las condiciones económicas en términos agregados, mejoraron las percepciones sobre la evolución del mercado laboral, lo que se plasmó en un descenso sostenido de las expectativas relativas a la tasa de paro en todos los grupos de encuestados por nivel de estudios. Los participantes en la encuesta que han finalizado la educación primaria o secundaria tienden a anticipar tasas de paro más altas a doce meses vista que los encuestados con educación terciaria. Las expectativas de todos los grupos en relación con la tasa de paro han demostrado ser bastante más elevadas que las tasas observadas, una conclusión habitual de las encuestas sobre expectativas⁵. En consonancia con estas expectativas, los trabajadores han venido señalando recientemente menos temor a perder su empleo.

⁵ Véase, por ejemplo, T. Broer, A. Kohlhas, K. Mitman y K. Schlaefmann, «Information and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy», *CEPR Discussion Paper*, n.º 15934, 2021. Para expectativas individuales de pérdida de empleo, véase, por ejemplo, M. Stephens, «Job loss expectations, realizations, and household consumption behavior», *Review of Economics and Statistics*, vol. 86, n.º 1, 2004, pp. 253-269.

Gráfico B

Expectativas con respecto a la tasa de paro a doce meses vista, por nivel de estudios de los encuestados

(porcentajes)



Fuente: CES.

Notas: Los datos se refieren a expectativas medias sobre la tasa de paro en los países de los encuestados a doce meses vista. El nivel de estudios se refiere al ciclo de enseñanza de mayor nivel que se ha completado, o la titulación universitaria obtenida, de conformidad con la clasificación ISCED (International Standard of Classification of Education).

Las transiciones de un puesto de trabajo a otro y las mayores expectativas de ingresos muestran que la percepción de los trabajadores sobre la situación del mercado laboral mejoró en general (gráfico C). Las transiciones de un puesto a otro suelen disminuir durante las fases de desaceleración económica y aumentar en las fases expansivas. A medida que las condiciones del mercado de trabajo mejoran en los períodos de repunte de la actividad, las empresas compiten entre sí por atraer a los empleados de otras compañías y los trabajadores aprovechan la oportunidad para acceder a empleos mejor pagados, lo que posiblemente ejerce cierta presión al alza sobre los salarios⁶. Los datos de la CES sugieren que el porcentaje de trabajadores que cambian de empresa en un trimestre registra un incremento sostenido desde enero de 2021, excepto por el leve descenso observado en los últimos datos de enero de 2022, que podría explicarse por razones semejantes a las de la caída de la tasa de actividad. El aumento de las transiciones de un puesto a otro en enero de 2021 estuvo acompañado de un ascenso del porcentaje de encuestados que esperaban que los ingresos netos totales de su hogar se incrementaran en los doce meses siguientes, conforme crecía el optimismo de los trabajadores que buscaban empleo con respecto a sus salarios, horas trabajadas y perspectivas laborales en general.

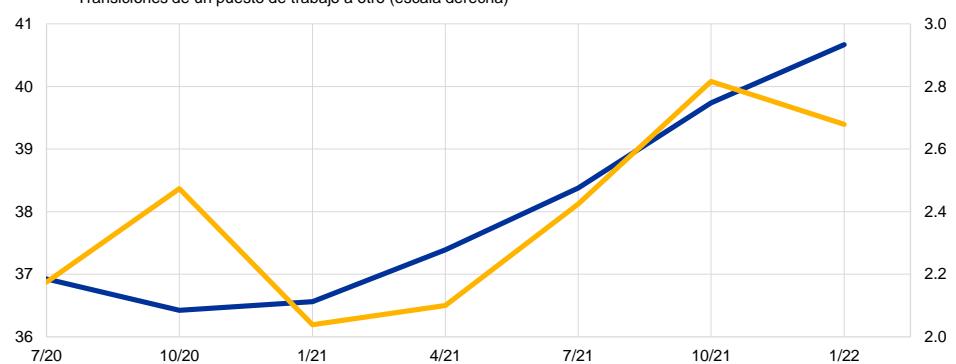
⁶ Véanse, por ejemplo, F. Karahan, R. Michaels, B. Pugsley, A. Şahin y R. Schuh, «Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations Over the Business Cycle?», *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, n.º 5, 2017, pp. 353–357; y G. Moscarini y F. Postel-Vinay, «The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth», *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, n.º 5, 2017, pp. 364–368.

Gráfico C

Transiciones de un puesto de trabajo a otro y expectativas de crecimiento de los ingresos

(escala izquierda: porcentaje de encuestados; escala derecha: porcentaje de trabajadores)

- Expectativas de crecimiento de los ingresos (escala izquierda)
- Transiciones de un puesto de trabajo a otro (escala derecha)



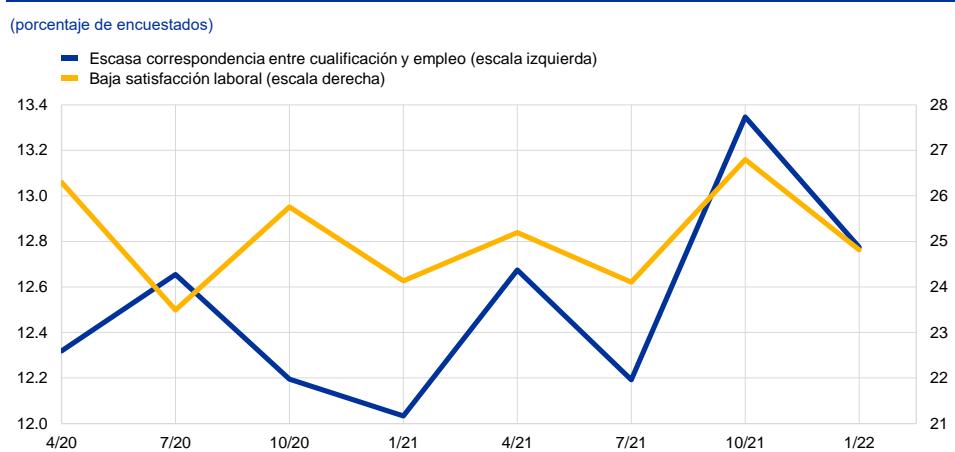
Fuente: CES.

Notas: Las transiciones de un puesto a otro se refieren al porcentaje de encuestados que estaban empleados tres meses antes y que declaran llevar menos de tres meses en su empleo actual. Las expectativas de ingresos se representan como el porcentaje de encuestados que esperan que los ingresos netos de su hogar aumenten en los próximos doce meses.

Al mismo tiempo, los trabajadores no perciben que sus condiciones laborales se hayan deteriorado sustancialmente durante la pandemia. La CES incluye preguntas relativas a la percepción de los encuestados sobre el grado de correspondencia entre su cualificación profesional y su empleo y sobre su satisfacción laboral, lo que permite obtener de forma indirecta información acerca de la calidad del empleo (gráfico D). En enero de 2022, menos del 13 % de los encuestados señalaron una escasa correspondencia entre su cualificación y su puesto actual, y en torno al 26 % declararon estar poco satisfechos con su empleo. Ninguno de estos dos indicadores apunta a un deterioro significativo de la calidad del empleo desde el inicio de la pandemia, lo que sugiere que la recuperación del mercado laboral no se está viendo impulsada por un repunte del empleo de baja calidad. Esta información, unida a las respuestas relativas a las transiciones de un puesto a otro, sugiere que es más probable que los trabajadores que cambian de trabajo refieran una mejora de la correspondencia entre cualificación profesional y puesto, y un aumento de la satisfacción laboral.

Gráfico D

Porcentaje de trabajadores que refieren baja satisfacción laboral y escasa correspondencia entre cualificación profesional y empleo



Fuente: CES.

Nota: El porcentaje de encuestados que indican una escasa correspondencia entre su cualificación profesional y su empleo actual se refiere a los trabajadores que escogen los tres valores más bajos de una escala de 1 a 7, mientras que la baja satisfacción laboral se define en términos de los trabajadores que señalan los dos valores inferiores de una escala comprendida entre 1 y 5.

En general, la CES sugiere que la dinámica del mercado laboral es positiva, mientras que la pandemia sigue afectando al ritmo de la recuperación. En 2021 se observó un aumento del número de trabajadores de la población activa, junto con una disminución del desánimo laboral y un descenso de la tasa de paro. Por tanto, la oferta de trabajo ha respondido con rapidez al fortalecimiento de la demanda. Además, una mayor proporción de encuestados cambiaron de empleo, revisaron al alza sus expectativas de ingresos y anticiparon una mejora de las condiciones del mercado de trabajo. Estas tendencias sugieren que el mercado laboral es dinámico.

¿Qué subcomponentes determinan los costes de la vivienda en propiedad?

Rodolfo Arioli y Eduardo Gonçalves

En enero de 2022, Eurostat comenzó a publicar datos oficiales agregados de la zona del euro como parte de su Índice de Precios de la Vivienda en Propiedad (OOHPI, por sus siglas en inglés). En este recuadro se analizan los diversos subcomponentes de este índice y se detalla su correlación con otros indicadores de precios.

Los costes de la vivienda en propiedad incluyen los costes relacionados con la adquisición y la tenencia en propiedad de las viviendas¹. Los costes de adquisición miden el coste de las «viviendas de construcción propia y grandes reformas» y las «compras de viviendas nuevas». Una parte de la compra de una vivienda nueva se considera consumo —que refleja el valor de los servicios que proporciona el edificio (por ejemplo, el cobijo que ofrece)— y otra parte, activo —que refleja el valor del propio edificio y el terreno sobre el que se erige². En cambio, el precio de los terrenos no se incluye en el subcomponente de «viviendas de construcción propia y grandes reformas», que recoge principalmente los costes de construcción de las viviendas aisladas construidas sobre terrenos que ya eran propiedad de sus constructores. El OOHPI también mide el coste de «otros servicios relacionados con la adquisición de viviendas», como los impuestos sobre transmisiones patrimoniales y las comisiones de las agencias inmobiliarias. Por lo que se refiere a los costes de la vivienda en propiedad, el índice cubre principalmente «grandes reparaciones y mantenimiento» y «seguros relacionados con las viviendas»³.

En 2021, los costes de adquisición representaron alrededor del 78 % del OOHPI en la zona del euro (gráfico A). Las «viviendas de construcción propia y grandes reformas», las «compras de viviendas nuevas» y «otros servicios relacionados con la adquisición de viviendas» representaron el 45 %, el 21 % y el 12 %, respectivamente. El 22 % restante del OOPHI eran costes de la vivienda en propiedad, de los cuales las «grandes reparaciones y mantenimiento» constituyán el 19 % y los «seguros relacionados con las viviendas», el 3 %.

¹ Véase el artículo titulado «Owner-occupied housing and inflation measurement», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

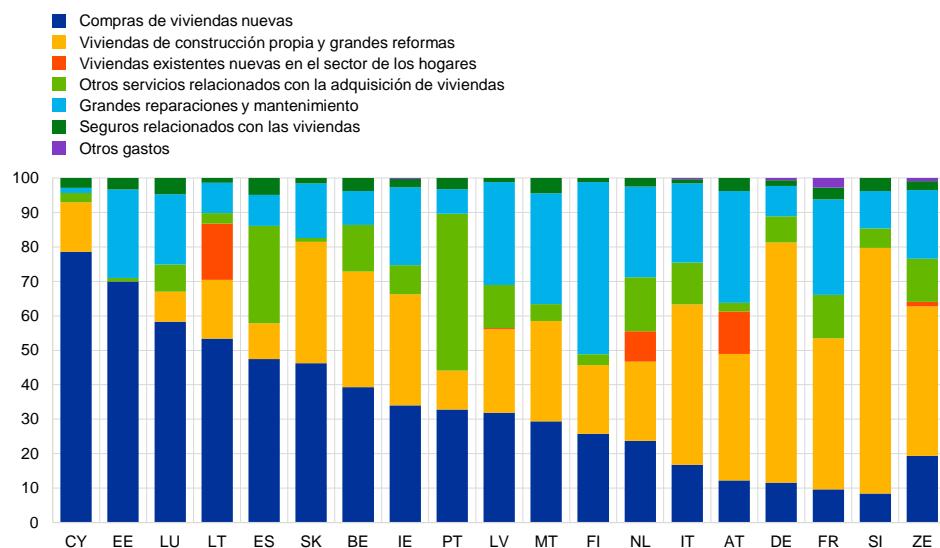
² Véase el recuadro titulado «The treatment of land in OOHPIs» en «Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review», *Occasional Paper Series*, n.º 265, BCE, septiembre de 2021.

³ Los costes de adquisición incluyen también las «viviendas existentes nuevas en el sector de los hogares», que representan alrededor del 0,5 % del índice total de la zona del euro. Sin embargo, este subcomponente se ha excluido del análisis realizado en este recuadro (salvo en el gráfico A) por motivos de calidad en la recopilación de datos, dada la limitada cobertura y la falta de armonización entre países. Lo mismo es aplicable a «otros gastos», un subcomponente de los costes de la vivienda en propiedad que representa el 0,9 % del agregado de la zona del euro.

Gráfico A

Detalle del OOHPI de la zona del euro

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: No se dispone de datos para Grecia. Todos los datos se refieren a 2021.

Al analizar el OOHPI de la zona del euro, es importante señalar que la importancia relativa de los subcomponentes individuales varía considerablemente entre países. Por ejemplo, en Alemania, Francia e Italia, el subcomponente de «viviendas de construcción propia y grandes reformas» es considerablemente más importante que el de «compras de viviendas nuevas», mientras que en países como España se da la situación contraria.

En el conjunto de la zona del euro, la dinámica de precios es muy diferente según los subcomponentes. El índice de precios de las «compras de viviendas nuevas» ha registrado el mayor crecimiento medio anual en la última década (panel a del gráfico B)⁴. Sin embargo, el subcomponente de «viviendas de construcción propia y grandes reformas» es el que más ha contribuido a la tasa de crecimiento anual del índice en su conjunto, seguido del de «compras de viviendas nuevas». De hecho, estos dos subcomponentes agregados representaron 5 puntos porcentuales del crecimiento anual del 6,6 % que registró el OOHPI en su conjunto en el tercer trimestre de 2021, y las «grandes reparaciones y mantenimiento» explicaron la mayor parte del resto (panel b del gráfico B). En el caso de otros subcomponentes con un peso menor en el OOHPI y que han registrado evoluciones de precios más moderadas, su aportación individual al crecimiento medio anual ha sido consistentemente más reducida, aunque es significativa si se considera en conjunto (un total combinado de alrededor de un tercio del crecimiento medio anual desde 2012).

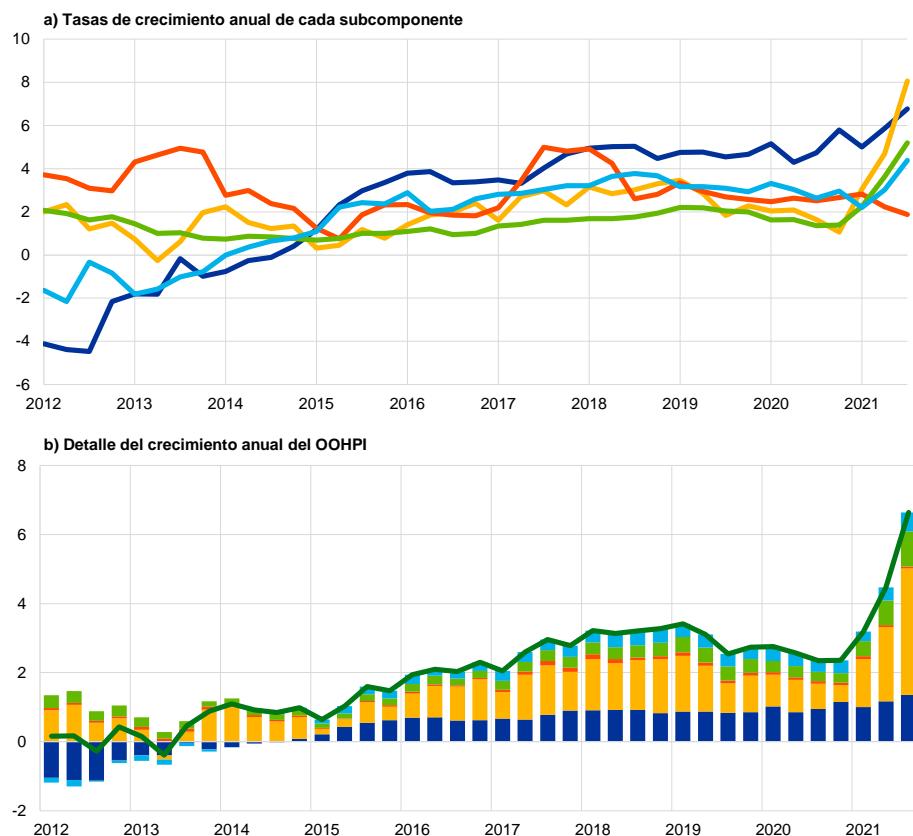
⁴ Desde 2012, el índice de precios de las «compras de viviendas nuevas» ha registrado un crecimiento medio anual del 2,4 %, en comparación con el 2,1 % de las «viviendas de construcción propia y grandes reformas» y con el 1,6 % de las «grandes reparaciones y mantenimiento».

Gráfico B

Contribución de los subcomponentes al crecimiento anual de los costes de la vivienda en propiedad

(panel a: tasas de variación anual; panel b: tasas de variación anual y contribuciones en puntos porcentuales)

- Compras de viviendas nuevas (21 %)
- Viviendas de construcción propia y grandes reformas (45 %)
- Seguros relacionados con las viviendas (3 %)
- Grandes reparaciones y mantenimiento (19 %)
- Otros servicios relacionados con la adquisición de viviendas (12 %)
- OOHPI



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras entre paréntesis de la leyenda indican el peso de los subcomponentes correspondientes en el OOHPI en 2021. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2021.

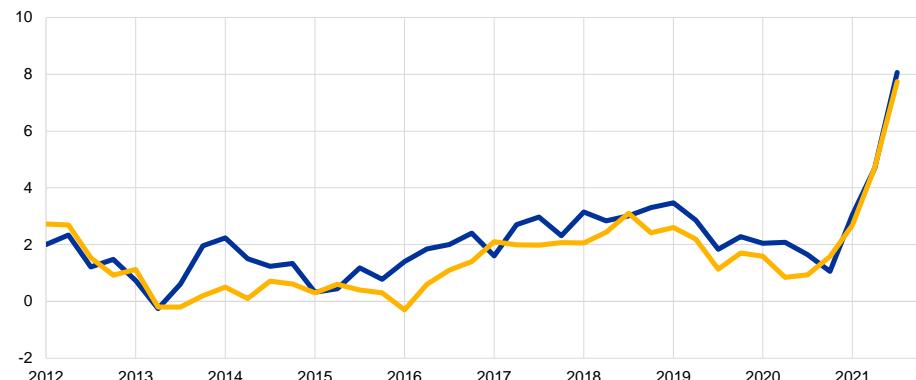
Algunos subcomponentes individuales están estrechamente correlacionados con los costes de construcción y los precios de la vivienda. Por ejemplo, la tasa de crecimiento anual de «viviendas de construcción propia y grandes reformas» presenta un alto grado de correlación con los costes de construcción disponibles en las estadísticas empresariales a corto plazo (panel superior del gráfico C). De igual modo, «grandes reparaciones y mantenimiento» muestra un elevado comovimiento con la serie de «servicios de mantenimiento y reparación de la vivienda» del IAPC. Al mismo tiempo, «compras de viviendas nuevas» guarda una correlación estrecha con los precios de los inmuebles residenciales (panel inferior del gráfico C).

Gráfico C

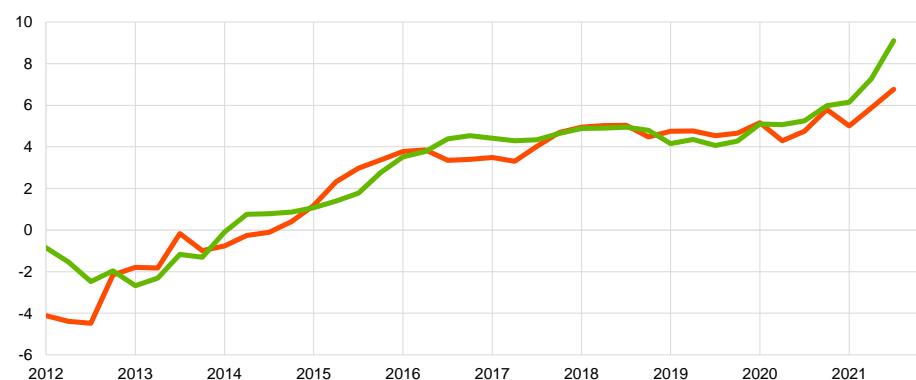
Correlación entre los subcomponentes del OOHPI y otros índices

(tasas de variación anual)

- OOHPI - Viviendas de construcción propia y grandes reformas
- Índice del coste de construcción de edificios residenciales nuevos



- OOHPI - Compras de viviendas nuevas
- Precios de los inmuebles residenciales



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2021.

En conjunto, es necesario un análisis más profundo para evaluar el comportamiento del OOHPI y sus subcomponentes subyacentes a lo largo del tiempo⁵. En particular, entender mejor las distintas correlaciones ayudará, entre otras cosas, a elaborar métodos de predicción a muy corto plazo (y a más largo plazo) de la evolución del OOHPI (por ejemplo, si los datos sobre determinadas correlaciones estuvieran disponibles antes de que transcurran los 100 días hábiles de desfase en la publicación del OOHPI).

⁵ Véanse también el artículo titulado «The euro area housing market during the COVID-19 pandemic», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021, y el artículo titulado «The state of the housing market in the euro area», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2018.