

Artículos

1 Perturbaciones energéticas, inversión empresarial y posibles implicaciones para la competitividad futura de la UE

Pablo Anaya Longaric, Alessandro De Sanctis, Charlotte Grynberg, Vasileios Kostakis y Francesca Vinci

Introducción

La escalada de los precios de la energía tras la invasión injustificada de Ucrania por parte de Rusia expuso a la UE a la mayor perturbación energética desde la década de 1970. Dado que la energía es un insumo clave prácticamente en todos los procesos de producción, la acusada subida de los precios energéticos no solo contribuyó al fuerte repunte de la inflación y a la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, sino también a un aumento significativo de los costes de los insumos, con efectos dominó en todos los sectores económicos.

Las perturbaciones que incrementan el coste de la energía pueden repercutir negativamente en la dinámica económica a corto plazo, pero también a medio y largo plazo a través del canal de inversión. A corto plazo, el aumento de los costes de los insumos ejerce presiones a la baja sobre la producción¹, lo que también puede conducir a una menor inversión, con consecuencias negativas para el crecimiento de la productividad a largo plazo².

La literatura económica ha reconocido desde hace mucho tiempo la importancia de la inversión para la productividad. La inversión empresarial, especialmente en capital fijo y en investigación y desarrollo (I+D), es fundamental para el crecimiento de la productividad, que a su vez está directamente relacionado con la capacidad de las empresas para competir en los mercados internacionales³. Las mejoras de la productividad reducen el coste de producción por unidad de producto, lo que permite a las empresas rebajar los precios o incrementar sus márgenes. Asimismo, tienen el potencial de elevar la competitividad de las

¹ Véase S. Lardic y V. Mignon, «The impact of oil prices on GDP in European countries: An empirical investigation based on asymmetric cointegration», *Energy Policy*, vol. 34 (18), diciembre de 2006, pp. 3910-3915.

² La evidencia presentada en el artículo titulado «[The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2024, también muestra que es posible que un aumento de los precios de la energía dé lugar a una disminución de la productividad, debido a la reasignación de los factores de producción por parte de las empresas en detrimento de la energía.

³ Véanse P. M. Romer, «Increasing Returns and Long-Run Growth», *Journal of Political Economy*, vol. 94, n.º 5, 1986, pp. 1002-1037; y P. M. Romer, «Endogenous Technological Change», *Journal of Political Economy*, vol. 98, n.º 5, Part 2, 1990, pp. S71-S102.

exportaciones, ya que las empresas más productivas están mejor posicionadas para captar cuota de mercado y ampliarla⁴.

Las perturbaciones energéticas también pueden frenar la competitividad de un país a través de su impacto negativo en la inversión y la productividad. Tras una perturbación positiva de costes energéticos, la compresión de los márgenes (especialmente los de las empresas intensivas en energía), la debilidad de la actividad económica, el aumento de la incertidumbre y, en algunos casos, unas condiciones de financiación más restrictivas pueden reducir la inversión empresarial, allanando el camino para que se produzcan pérdidas de competitividad en el futuro⁵. Esto puede suceder, en particular, cuando los productores no consiguen repercutir íntegramente los incrementos de costes a los consumidores, debido, por ejemplo, a una elasticidad-precio de la demanda elevada⁶.

Sin embargo, las perturbaciones energéticas también pueden incentivar a las empresas a invertir en proyectos de generación y de ahorro de energía⁷. Según encuestas recientes, las empresas se están adaptando a los cambios en el panorama energético reduciendo su dependencia de fuentes de energía tradicionales para protegerse frente a *shocks* energéticos futuros y asegurarse ventajas competitivas⁸. Estos esfuerzos por rebajar la factura energética pueden traducirse en una mayor inversión verde, lo que podría atenuar el impacto global de dichas perturbaciones en la inversión total. Con todo, pese a su potencial para mitigar futuros *shocks* energéticos (y reducir los precios de la energía), las inversiones verdes también pueden verse negativamente afectadas por las consecuencias directas e indirectas de una subida de los precios de este insumo⁹.

En este artículo se analiza cómo influyen las perturbaciones energéticas en la inversión de las empresas europeas, con el foco puesto en la inversión en capital fijo y en I+D. El análisis empírico muestra que estas perturbaciones pueden tener un impacto negativo en la inversión empresarial y, por tanto, podrían reducir el crecimiento de la productividad y la competitividad futura en Europa. El análisis también pone de manifiesto que las empresas con restricciones financieras y las pertenecientes a sectores intensivos en energía se ven más afectadas por los *shocks* energéticos y responden recortando la inversión en mayor medida que otras.

Desde la perspectiva de las políticas, son necesarias medidas nacionales y europeas para reducir la exposición de la UE a futuras perturbaciones energéticas. Una mayor integración de los mercados europeos de la energía y el

⁴ Véase M. J. Melitz, «The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity», *Econometrica*, vol. 71, n.º 6, noviembre de 2003, pp. 1695-1725.

⁵ Véase K. Lee, W. Kang y R. A. Ratti, «Oil Price Shocks, Firm Uncertainty, And Investment», *Macroeconomic Dynamics*, vol. 15, n.º S3, noviembre de 2011, pp. 416-436.

⁶ Véase A. Matzner y L. Steininger, «Firms' heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases», *Working Paper Series*, n.º 2958, BCE, julio de 2024.

⁷ Véase J. Hassler, P. Krusell y C. Olovsson, «Directed Technical Change as a Response to Natural Resource Scarcity», *Journal of Political Economy*, vol. 129, n.º 11, noviembre de 2021, pp. 3039-3072.

⁸ Véanse «EIB Investment Survey 2023 — European Union overview», Banco Europeo de Inversiones, octubre de 2023, y «EIB Investment Survey 2024 — European Union overview», Banco Europeo de Inversiones, octubre de 2024.

⁹ Véase G. Bijmns, C. Duprez y J. Hutchinson, «Obstacles to the greening of energy-intensive industries», *The ECB Blog*, BCE, 17 de septiembre de 2024.

avance en la transición ecológica contribuirían a reducir los precios de la energía y a reforzar el suministro energético, con lo que la UE sería menos vulnerable ante una evolución adversa de estos precios.

Conclusiones

La evidencia que se presenta en este artículo sugiere que las perturbaciones energéticas tienden a reducir la inversión y la innovación en Europa, sobre todo en el caso de las empresas con restricciones financieras de sectores intensivos en energía. Las empresas cotizadas en la UE recortan la inversión en respuesta a *shocks* energéticos (aproximados por perturbaciones del petróleo). El análisis empírico indica que un aumento del 1 % de los precios de la energía como consecuencia de una perturbación del petróleo disminuye de forma significativa la inversión en capital fijo (-4,1 % al cabo de un año), mientras que el gasto en I+D cae casi un 1 %, lo que refleja un impacto más moderado. Además, las empresas con restricciones financieras e intensivas energéticamente experimentan reducciones más acusadas de la inversión tras una subida de los precios del crudo.

Estos resultados están en consonancia con abundante literatura en la que se documentan los efectos macroeconómicos negativos de las perturbaciones del petróleo y se confirma la importancia de reducir la vulnerabilidad de la UE frente a tales perturbaciones. La UE tiene una fuerte dependencia de la energía importada, por lo que está más expuesta a perturbaciones energéticas que otras grandes economías. Dado que estas perturbaciones ejercen presiones a la baja sobre la inversión, y teniendo en cuenta que la ralentización de la inversión puede dar lugar a una disminución de la productividad, la UE corre el riesgo de perder competitividad gradualmente. Ello puede amenazar no solo la prosperidad actual, sino también la futura¹⁰.

Por lo tanto, las medidas que se adopten tanto a escala nacional como europea deberían tener como objeto garantizar el suministro energético de la UE, reducir los precios de la energía y mitigar la exposición de las empresas a futuras perturbaciones energéticas. Si bien las intervenciones nacionales son las más adecuadas para tratar los problemas específicos de cada país, las actuaciones de la UE deben orientarse a abordar los problemas comunes y fomentar la colaboración entre países. El informe Draghi y el informe Letta contienen varias propuestas para abordar estas cuestiones¹¹, entre las que se incluyen el reforzamiento de la adquisición conjunta de importaciones de gas para aumentar el poder de mercado de la UE y un mayor uso de contratos de electricidad a largo plazo. En ambos informes también se hace hincapié en que la aceleración y simplificación de los procesos de concesión de permisos, la canalización de los fondos de la UE y la promoción de proyectos transfronterizos para impulsar la producción de energías renovables mejorarían la seguridad energética y reducirían

¹⁰ Véase M. Draghi, «[The future of European competitiveness](#)», septiembre de 2024.

¹¹ Véanse E. Letta, «[Much More Than a Market — Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens](#)», abril de 2024, y M. Draghi, *op. cit.*

los precios de la energía a medio plazo. Además, en el informe Draghi se sugieren medidas de apoyo específicas para las empresas intensivas en energía con el fin de garantizar que sigan siendo competitivas, contribuyendo al mismo tiempo a la descarbonización. Por último, avanzar en la unión de los mercados de capitales podría ayudar a aliviar las restricciones de financiación de las empresas, permitiéndoles invertir en la mejora de su eficiencia energética. Conjuntamente, estas medidas podrían reforzar la capacidad de resistencia de la UE frente a futuras perturbaciones y aumentar su competitividad a largo plazo.

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

Causas de la resiliencia del mercado de trabajo de la zona del euro entre 2022 y 2024

Clémence Berson, Vasco Botelho, António Dias da Silva, Claudia Foroni, Matthias Mohr, Christofer Schroeder y Marco Weissler

Introducción

Tras la pandemia, el mercado de trabajo de la zona del euro ha mostrado una resiliencia notable. La tasa de paro ha permanecido en mínimos históricos y el empleo ha crecido de forma sostenida pese a la debilidad del crecimiento económico y a diversos retos que ha afrontado la economía, como la crisis energética desencadenada por la invasión rusa de Ucrania, las tensiones geopolíticas y el consiguiente endurecimiento de la política monetaria. Entre el cuarto trimestre de 2021 y el segundo trimestre de 2024, el crecimiento acumulado del empleo (3,3 %) superó el avance acumulado del PIB real (2,4 %) en 0,9 puntos porcentuales. Esto es reseñable dado que, a finales de 2021, tanto el empleo como la producción habían recuperado por completo sus niveles respectivos anteriores a la pandemia. No obstante, la resistencia del empleo ha dado lugar a una reducción del crecimiento de la productividad del trabajo, medida en términos de producción media por empleado, que ha caído por debajo de su ya débil tendencia histórica.

El aumento de los márgenes empresariales y la disminución de los salarios reales, junto con el descenso de las horas medias trabajadas por empleado, han permitido a las empresas contratar más trabajadores y retener personal durante un período de débil crecimiento económico, mientras que la mayor tasa de actividad ha ayudado a hacer frente a una posible escasez de mano de obra. La escalada de la inflación al inicio de la crisis energética redujo de manera significativa los salarios reales, abaratando los costes de contratación de las empresas. Esto supuso un incentivo al factor trabajo, habida cuenta de la subida de los precios de la energía y de los insumos intermedios, lo que contribuyó a la resiliencia del mercado laboral durante un período de débil crecimiento económico. Además, los márgenes considerablemente más elevados permitieron a las empresas contratar más trabajadores o mantener su plantilla. Ante la escasez real o esperada de mano de obra, las empresas optaron por retener a sus empleados, dado que les pareció que esa opción era menos costosa que reemplazarlos una vez recuperadas de lo que se consideraba un entorno económico temporalmente falto de dinamismo. El descenso de las horas medias trabajadas por empleado, en un contexto de demanda de empleo todavía sólida, animó a las empresas a contratar más personal para mantener en su totalidad el uso del factor trabajo. La evidencia reciente procedente de encuestas sugiere que el mantenimiento de los trabajadores en plantilla fue uno de los factores que explican la disminución de las horas medias trabajadas por empleado, puesto que las empresas redujeron la jornada laboral en respuesta a su percepción de una disminución temporal de la demanda. Además, el crecimiento sostenido de la población activa en el período posterior a la pandemia

ha incentivado a las empresas a realizar nuevas contrataciones para hacer frente a la escasez de mano de obra real o prevista. La tasa de actividad se ha incrementado por encima de los niveles previos a la pandemia, impulsada principalmente por el paso de la inactividad al empleo. Las mujeres, los trabajadores de más edad, las personas con educación superior y los trabajadores extranjeros son los que más han contribuido a este aumento. Ante la posibilidad de una escasez de mano de obra, las empresas contrataron más trabajadores por precaución, a pesar de la atonía de la actividad económica.

En este artículo se analiza detalladamente cada uno de estos cuatro factores, con el foco puesto en la dinámica del mercado de trabajo de la zona del euro en su conjunto. La dinámica positiva en términos agregados pone de manifiesto una heterogeneidad cada vez mayor entre sectores, siendo los de baja productividad los que más contribuyen a los datos agregados. Aunque se reconoce que las diferencias entre países son significativas, el análisis del mercado de trabajo de la zona del euro a nivel agregado es fundamental para entender en profundidad la economía real y las decisiones de las empresas y los trabajadores que determinan la inflación de precios y salarios. Además, proporciona al BCE información importante que le resulta necesaria para adoptar decisiones de política monetaria eficaces, en consonancia con su mandato de mantener la estabilidad de precios.

Conclusiones

La resiliencia del mercado de trabajo es un factor importante para analizar la evolución futura de los salarios y la inflación. Mediante un seguimiento estrecho de dicha resiliencia, los responsables de la elaboración de políticas pueden predecir y gestionar mejor la inflación, garantizando un crecimiento económico sostenible y estabilidad. Los factores que determinan la resiliencia del mercado laboral afectan de forma diferente a la respuesta de la inflación ante perturbaciones económicas. La resistencia actual del empleo ha estado determinada, principalmente, por la tendencia de las empresas a mantener trabajadores en plantilla y por el ajuste inmediato de los salarios reales en respuesta a la crisis energética. Por consiguiente, gran parte de la reciente fortaleza del mercado de trabajo de la zona del euro puede atribuirse a factores cíclicos que, en general, se espera que desaparezcan en el futuro.

En adelante se espera que el mercado de trabajo de la zona del euro vuelva a aproximarse a su correlación histórica con la producción, dado que se prevé que algunos de los factores cíclicos que han sostenido el empleo desaparezcan. Los precios de la energía y de los insumos intermedios se están normalizando, aunque en un nivel más elevado, mientras que la inflación está descendiendo y los salarios reales están repuntando. Esto restará relevancia a la sustitución entre el factor trabajo y otros factores. A medida que los beneficios se estabilicen y la demanda se debilite, el incentivo de las empresas para retener trabajadores se reducirá. Es probable que los factores estructurales, como una tendencia negativa de las horas medias trabajadas y de la dinámica de la población

activa, persistan en el medio plazo. Otros elementos estructurales están llamados a influir de forma significativa en la evolución futura de los mercados de trabajo. Entre ellos, destacan la actual reasignación de recursos y los esfuerzos que se están realizando para apoyar las transiciones ecológica y digital. Además, los cambios sociodemográficos desempeñarán un papel fundamental en la configuración de la dinámica de estos mercados.

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

Cuatro años del programa *Next Generation EU*: valoración preliminar actualizada de su impacto económico

Krzysztof Bańkowski, Nicolai Benalal, Othman Bouabdallah, Roberta De Stefani, Christian Huber, Pascal Jacquinot, Carolin Nerlich, Marta Rodríguez-Vives, Bela Szörfi, Nico Zorell y Christoph Zwick

Introducción

Transcurridos cuatro años de implementación del programa *Next Generation EU* (NGEU), este artículo presenta una valoración actualizada de su impacto económico. En julio de 2020, los Estados miembros de la Unión Europea acordaron poner en marcha el mayor programa de financiación de la historia de la UE, denominado *Next Generation EU* (NGEU), con el fin de respaldar la recuperación económica de Europa tras la pandemia y aumentar la competitividad y la resiliencia de sus economías, poniendo el foco en las transformaciones digital y ecológica. Para lograr estos objetivos, el programa ofrece a los Estados miembros de la UE apoyo financiero condicionado a la ejecución de proyectos concretos de inversión y reformas a lo largo del período 2021-2026. En un análisis previo llevado a cabo por el BCE se concluía que el NGEU podría cumplir esos objetivos, siempre que las inversiones y reformas previstas se implementaran de manera oportuna y eficaz¹. Ahora, transcurrida más de la mitad del período de ejecución del NGEU, este artículo presenta una descripción de la situación hasta la fecha, así como una valoración actualizada del impacto económico del programa. El artículo se centra en los efectos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) —el elemento central del NGEU— sobre la economía de la zona del euro. Entre los países que integran dicha zona, se presta especial atención a Italia y a España como principales receptores de los fondos del MRR en términos absolutos.

Conclusiones

Se espera que el NGEU tenga un impacto positivo en el PIB de la zona del euro a largo plazo, al tiempo que su efecto en la inflación sería relativamente débil.

Las estimaciones basadas en modelos sugieren que el gasto público y las reformas estructurales vinculadas al NGEU podrían aumentar el nivel del PIB de la zona del euro entre un 0,4 % y un 0,9 % para 2026, y entre un 0,8 % y un 1,2 % para 2031. Los rangos de las estimaciones reflejan la incertidumbre imperante en torno a los supuestos principales, sobre todo acerca de si las inversiones y reformas previstas se ejecutarán íntegramente y con eficacia. Se prevé que los efectos favorables del

¹ Véase el artículo titulado «*Next Generation EU: a euro area perspective*», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022. Para más detalles, véase K. Bańkowski *et al.*, «*The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective*», *Occasional Paper Series*, n.º 291, BCE, 2022.

NGEU contribuyan a reducir las ratios de deuda pública sobre el PIB de los principales países beneficiarios. En términos nominales, el programa solo tendría un impacto moderado en la inflación de la zona del euro debido a los efectos contrapuestos de la demanda y la oferta.

Sin embargo, es probable que el impacto positivo esperado sobre el PIB se materialice más tarde de lo previsto inicialmente y esté sujeto a riesgos a la baja. Incluso el límite superior de las estimaciones actualizadas del impacto del NGEU sobre el nivel del PIB de la zona del euro en 2031 es inferior al estimado por el BCE a principios de 2022. Esta revisión a la baja refleja, en gran medida, los retrasos en la implementación de los planes nacionales de inversión y reformas. A su vez, estos retrasos obedecen principalmente a dificultades administrativas y a las ramificaciones de la perturbación de los precios energéticos a raíz de la guerra de Rusia en Ucrania. Pese a la escalada de la inflación, el valor real del programa se ha mantenido aproximadamente estable debido al aumento simultáneo de las subvenciones concedidas a los países de la zona del euro para financiar inversiones relacionadas con el MRR. Asimismo, se prevé que el impacto a largo plazo del NGEU sobre la tasa de crecimiento del PIB de la zona del euro sea acorde, en gran parte, con resultados anteriores. Por tanto, las revisiones de las estimaciones del PIB constituyen, en general, una modificación del perfil temporal, más que una reevaluación, de la eficacia a largo plazo del NGEU. Dados los desfases en la transmisión, podría afirmarse que es demasiado pronto para extraer conclusiones firmes sobre la eficacia de las inversiones y reformas vinculadas al NGEU. Aun así, el riesgo de una ejecución ineficaz o incompleta de las inversiones y reformas ligadas a este programa se ha incrementado desde 2022. Los retrasos observados hasta el momento en la implementación, sumados a la fecha fija de finalización del NGEU, sugieren que algunos proyectos podrían completarse apresuradamente, a costa de la calidad en la ejecución, o cancelarse del todo.

Los países de la zona del euro pueden garantizar que las inversiones y reformas vinculadas al NGEU se implementen con mayor eficacia mediante la adopción de medidas focalizadas. En particular, los Estados miembros podrían reorientar los recursos administrativos, hacer un uso más intensivo del apoyo técnico disponible por parte de la UE e identificar cambios regulatorios específicos que facilitaran el despliegue de sus proyectos NGEU. Estas medidas correctoras podrían aliviar cualquier dilema que surja entre la velocidad y la calidad en la ejecución del plan en la segunda mitad del período previsto para el NGEU, es decir, hasta agosto de 2026. En términos más generales, estas medidas son fundamentales para garantizar que el NGEU pueda liberar su potencial transformador y actuar como catalizador de la modernización y el fortalecimiento de las economías de la zona del euro.

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