

**ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO ENTRE EL ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS DESDE EL COMIENZO DE LA PANDEMIA**

Marina Diakonova y Ana del Río

Este recuadro formará parte del «Informe trimestral de la economía española» del segundo trimestre de 2021

En 2020, el PIB en la Unión Económica y Monetaria (UEM) se contrajo un 6,7 %, prácticamente el doble del retroceso observado en Estados Unidos (EEUU) (un 3,5 %). Este peor comportamiento relativo de la actividad económica en la UEM reflejó no solo un impacto económico más profundo de la pandemia de COVID-19 en su primera ola, sino también la recaída de la actividad en el área del euro en el tramo final del pasado año (y a comienzos de 2021)

con las sucesivas olas de la enfermedad, deterioro que no se observó en EEUU (véase gráfico 1).

Además, las previsiones de la mayor parte de los analistas también anticipan una salida de la crisis más rápida en EEUU que en la UEM, rasgo que ya ha sido habitual en las fases de recuperación de otros episodios recesivos previos (véase gráfico 2). Así, de acuerdo con las previsiones de

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN DEL PIB  
Observado y previsiones de primavera de la Comisión Europea

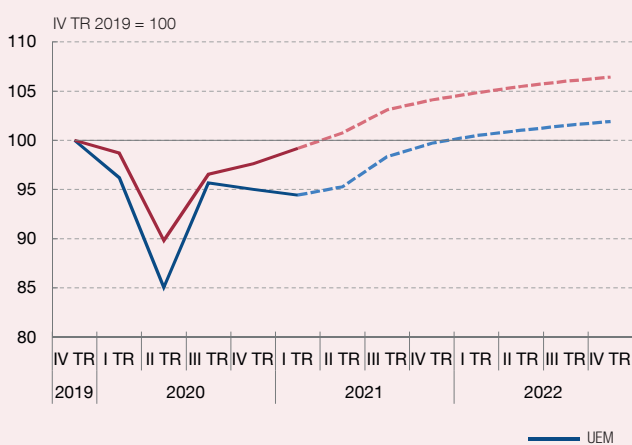


Gráfico 2  
RECUPERACIONES ECONÓMICAS PASADAS  
Promedio histórico 1970-2019 (a)

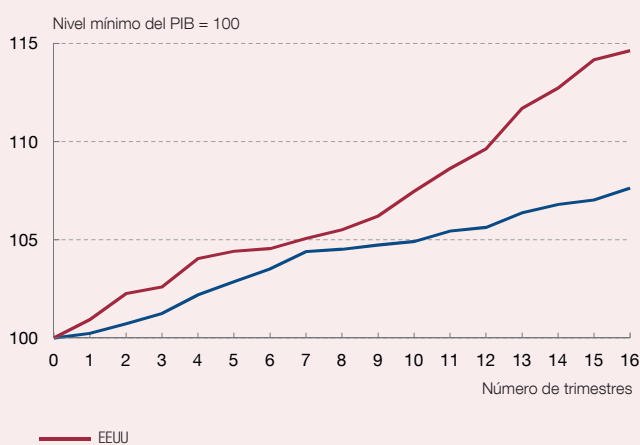


Gráfico 3  
INCIDENCIA DE LA PANDEMIA

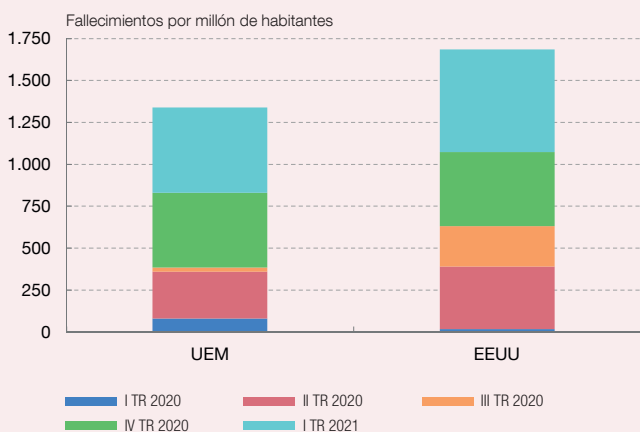
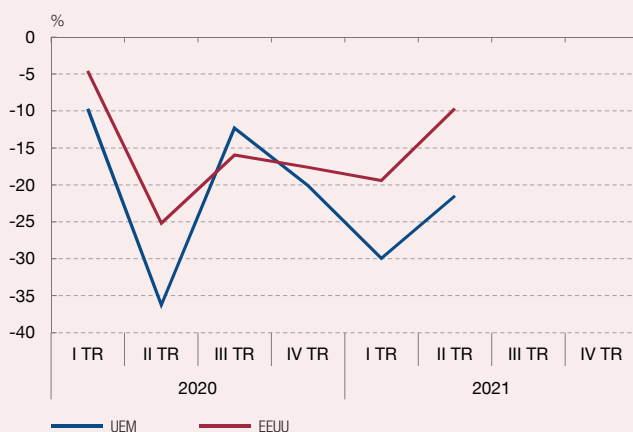


Gráfico 4  
VARIACIÓN DE LA MOVILIDAD  
Respecto a un período de referencia antes de la crisis sanitaria (b)



FUENTES: Comisión Europea, Fred, Google Mobility Report, John Hopkins University y Banco de España.

- a Incluye cuatro recesiones: I TR 1975, III TR 1980, I TR 1993 (I TR 1991 para EEUU) y II TR 2009.
- b Media trimestral de datos diarios sobre un índice promedio de la movilidad a centros de alimentación y farmacia, de trabajo, de ocio y comercio minorista y a estaciones de tránsito. Datos hasta el 24 de mayo.

## ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO ENTRE EL ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS DESDE EL COMIENZO DE LA PANDEMIA (cont.)

primavera de la Comisión Europea<sup>1</sup>, mientras que EEUU sobrepasaría su nivel de PIB previo a la crisis a mediados de 2021, en el área del euro esto no sucedería hasta principios de 2022.

En este recuadro se exponen algunos de los factores que podrían explicar esta disparidad económica desde el inicio de la pandemia, prestando particular atención a aspectos específicos de la crisis sanitaria.

Así, en primer lugar, conviene destacar que, desde el comienzo de la pandemia de COVID-19, las restricciones aplicadas para contener la expansión del virus han sido menos severas en EEUU que en la UEM. Si bien este hecho ha provocado una evolución epidemiológica más desfavorable en EEUU (véase gráfico 3)<sup>2</sup>, también ha tenido como consecuencia una menor reducción de la movilidad en este país. Así, por ejemplo, en el promedio de 2020, la caída de la movilidad en EEUU fue de un 16 %, frente a la disminución del 20 % observada en la UEM (véase gráfico 4)<sup>3</sup>. Como se puede apreciar en el gráfico 5, estas diferencias en cuanto al comportamiento de la movilidad —fundamentalmente, asociadas a la distinta severidad de las medidas de contención desplegadas en cada región— permiten explicar en torno a 1 punto porcentual (pp) del mayor impacto económico de la crisis sanitaria en la UEM<sup>4</sup>. La movilidad, por tanto, es un factor relevante, pero no suficiente, para explicar completamente el impacto económico diferencial de la crisis en 2020 entre ambas regiones. Por su parte, el distinto peso en cada región de las ramas de servicios que se han visto más afectadas en esta crisis no parece ser un factor clave para explicar estas diferencias, puesto que dichos servicios presentan, en general, un peso relativamente similar en ambas economías<sup>5</sup>. Como

resultado de todo ello, el marco de análisis empleado indicaría la presencia de otros factores diferenciales entre EEUU y la UEM que no están recogidos en las variables consideradas.

En este sentido, un elemento que no está incluido en el análisis anterior y que podría explicar, al menos en parte, la mayor caída media del PIB en la UEM en 2020 es el mayor grado de apertura comercial de esta región y, asociado a ello, el mayor peso relativo en su estructura productiva de las manufacturas [un 16 % del valor añadido bruto (VAB) en la UEM, frente a un 11 % en EEUU]. Durante el primer semestre de 2020, la caída de la actividad en las manufacturas alcanzó el 20 % en la UEM, frente a un retroceso del 13 % en EEUU (véase gráfico 6), afectada no solo por los confinamientos más estrictos en la región, sino también por las severas distorsiones en los flujos de comercio internacional durante la primera fase de la pandemia<sup>6</sup>. Aunque la recuperación posterior de este sector haya sido importante, esta intensa contracción inicial habría contribuido notablemente a explicar la caída de la actividad en el conjunto de 2020.

Además, no se puede descartar que una parte de la evolución económica más favorable en EEUU tenga su origen en el impulso de las políticas económicas. Así, por ejemplo, en el ámbito de la política monetaria, aunque tanto en el área del euro como en EEUU la respuesta de los bancos centrales a la pandemia ha sido muy rápida y contundente —lo que ha permitido asegurar unas condiciones de financiación favorables y, en el caso del área del euro, evitar la fragmentación financiera—, en EEUU la reducción de los tipos de interés oficiales desde el 1,50-1,75 % a comienzos de la crisis sanitaria hasta el 0-0,25 % habría proporcionado un estímulo adicional.

1 Véase Comisión Europea (2021), *Spring 2021 Economic Forecast: Rolling up sleeves*.

2 Véase el recuadro 1.1, «La evolución epidemiológica a escala global», capítulo 1, *Informe Anual 2020*, Banco de España.

3 En la parte transcurrida de 2021, el hecho de que la campaña de vacunación haya avanzado sensiblemente más rápido en EEUU que en la UEM habría provocado que estas diferencias se hayan ampliado aún más.

4 Regresión para 27 países de la UE y el Reino Unido. El impacto de la crisis sobre el PIB de 2020 viene explicado por variables de movilidad, el peso de los sectores más afectados por la crisis y el teletrabajo [en concreto, el número de ocupados que empezaron a realizar teletrabajo como consecuencia de la pandemia, de acuerdo con la encuesta de Eurofound (2020), *Living, working and COVID-19 data*, Dublín]. Todas las variables, expresadas en diferencias con respecto a EEUU. Se sigue la aproximación de A. L. Gómez y A. del Río (2021), *La crisis sanitaria y el impacto inicial desigual sobre las economías del área del euro*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación. Para una evidencia similar, véase FMI (2021), *Differences in Output Performance between Europe and the United States during COVID-19*, Online Annex, Regional Economic Outlook Update Europe.

5 Las ramas de servicios de alojamiento y restauración, actividades artísticas y de ocio y otros servicios representan en torno a un 6 % del VAB en EEUU y en la UEM. Por su parte, a un nivel de agregación mayor, las ramas de comercio, de transporte y hostelería y de actividades artísticas, recreativas y otros servicios tienen un peso del 22 % del VAB en la UEM, solo ligeramente superior al que muestran en EEUU (del 21 %).

6 Véase el recuadro 2.2, «Los flujos comerciales globales en el contexto de la pandemia», capítulo 2, *Informe Anual 2020*, Banco de España.

**ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO ENTRE EL ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS DESDE EL COMIENZO DE LA PANDEMIA (cont.)**

Por lo que respecta a la respuesta de la política fiscal, la comparación es compleja<sup>7</sup>, entre otros motivos, por las especificidades de las medidas aprobadas, el distinto

papel de los estabilizadores automáticos en cada región y el hecho de que una parte importante del apoyo en la UEM se haya canalizado a través de avales públicos, que

Gráfico 5  
IMPACTO ECONÓMICO DIFERENCIAL FRENTE A EEUU EN 2020  
Contribuciones (a)

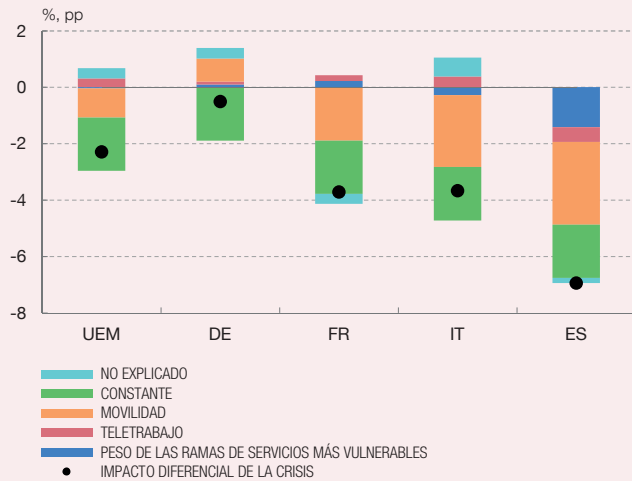


Gráfico 6  
ACTIVIDAD EN LAS MANUFACTURAS

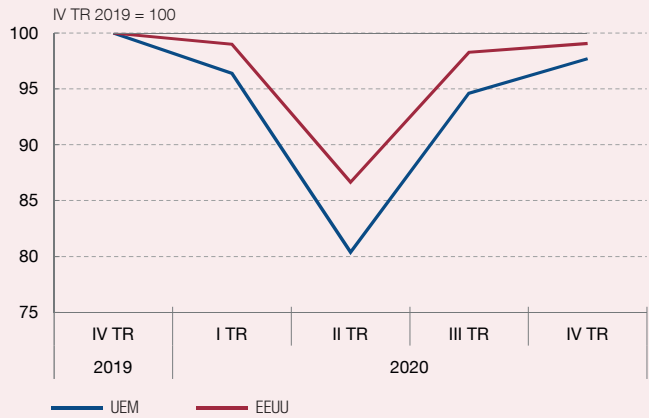


Gráfico 7  
IMPULSO FISCAL  
Previsiones de abril del FMI (b)

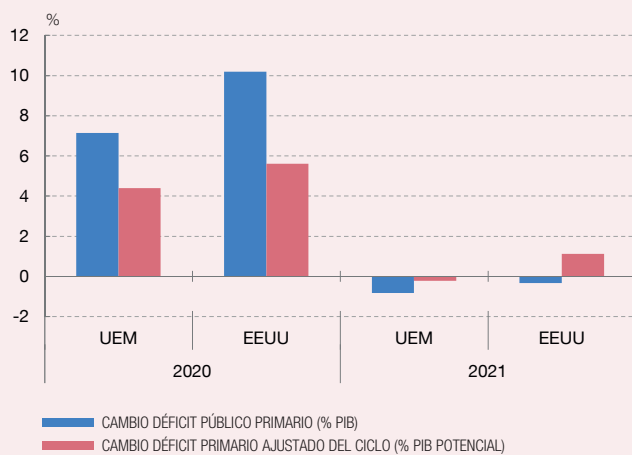
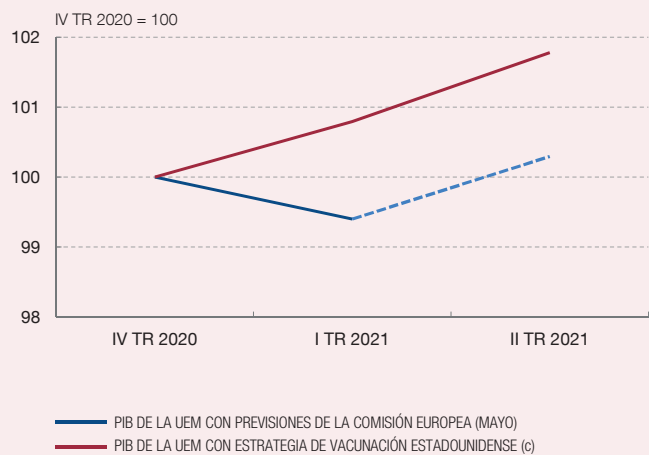


Gráfico 8  
PIB DE LA UEM BAJO UNA ESTRATEGIA DE VACUNACIÓN SIMILAR A LA ESTADOUNIDENSE



FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

- a Regresión de sección cruzada y ponderada por el tamaño del PIB para 27 países de la Unión Europea más el Reino Unido. El impacto económico se mide como la diferencia entre la variación observada del PIB en 2020 y la prevista antes de la crisis sanitaria, considerando las provisiones de la Comisión Europea de enero de 2020 para todos los países menos Estados Unidos, que se toman de las del FMI de enero. Todas las variables, expresadas en diferencias con respecto a EEUU.
- b En la UEM se incluye el programa NGEU y en EEUU los planes aprobados en diciembre de 2020 (*Consolidated Appropriations Act, 2021*) y marzo de 2021 (*American Rescue Plan*).
- c Metodología de Rungcharoenkitkul (2021) aplicada a las seis economías más grandes de la UEM, con datos hasta el 11 de mayo.

7 Véase el recuadro 2, "La respuesta de la política fiscal a la crisis en el área del euro y en Estados Unidos", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

**ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO ENTRE EL ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS DESDE EL COMIENZO DE LA PANDEMIA (cont.)**

no tienen un impacto directo inmediato en el déficit público. En todo caso, las medidas habituales para cuantificar el impulso fiscal —presentadas en el gráfico 7, con datos del *Monitor Fiscal* de abril del Fondo Monetario Internacional— indican que este habría sido, hasta el momento, algo superior en EEUU.

De cara al futuro, ambas áreas plantean un impulso fiscal adicional significativo<sup>8</sup>, con un papel destacado de la inversión, en particular de la relacionada con la lucha contra el cambio climático. En EEUU, estas actuaciones se concretarán en el *American Jobs Plan* y en el *American Family Plan*, este último más centrado en transferencias a los hogares (pendientes de aprobación), mientras que, en la UEM, este impulso se articula a través del programa *Next Generation EU* (NGEU), cuyos fondos serán complementarios a los desplegados en los planes nacionales de los Estados miembros<sup>9</sup>.

Por último, el hecho de que, en los últimos meses, el proceso de vacunación de la población haya avanzado de forma más rápida en EEUU que en el área del euro también contribuiría a explicar la mejor evolución económica reciente de la economía estadounidense. En este sentido, utilizando el marco cuantitativo de interacción entre la situación epidemiológica, las restricciones a la movilidad y la evolución de la actividad económica propuesto por Rungcharoenkitkul(2021)<sup>10</sup>, se puede evaluar el impacto que una estrategia de vacunación equivalente a la estadounidense hubiera tenido sobre el PIB de la UEM. En concreto, en el gráfico 8 se considera un escenario contrafactual (hipotético), en el que la población vacunada

en el área del euro hubiera alcanzado un 29 % del total al final del primer trimestre —en lugar del 12 % observado— y en el que el objetivo de la Unión Europea (UE) de vacunar al 70 % de la población adulta se alcanzase a principios de julio (en lugar de antes del final del verano, como contempla la estrategia actual de la UE<sup>11</sup>). Los efectos económicos de este escenario alternativo de vacunación se concentrarían en el primer trimestre del año y a comienzos del segundo, cuando la reducción de la mortalidad derivada de una estrategia de vacunación más acelerada habría permitido una relajación más temprana de las medidas de contención. De hecho, esta evolución epidemiológica más favorable habría evitado la contracción de la actividad económica de la UEM observada en el primer trimestre del año y habría permitido un crecimiento algo superior en el segundo. En términos del conjunto del año, este impacto supondría que el PIB de la UEM en 2021 fuera, en media, 0,7 pp superior.

En resumen, la crisis económica provocada por la pandemia de COVID-19 ha sido menos intensa en EEUU que en la UEM, y la recuperación de la actividad también se espera que sea más rápida en la economía estadounidense. La evidencia presentada en este recuadro sugiere que el papel de las políticas públicas, tanto en el ámbito de la contención de la pandemia como en el plano económico, podría explicar una parte de estas diferencias, además de otros factores estructurales relacionados con la mayor sensibilidad de la UEM a la evolución del comercio mundial (que se vio muy afectado en la primera mitad de 2020) y con la mayor flexibilidad que la economía de EEUU ha mostrado históricamente.

8 Véase el recuadro 3, "Análisis de los planes de política fiscal en Estados Unidos", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

9 Véase el recuadro 2.3, «El NGEU: una iniciativa que refuerza el proyecto europeo», capítulo 2, *Informe Anual 2020*, Banco de España.

10 P. Rungcharoenkitkul (2021), *Macroeconomic consequences of pandexit*, Documento de Trabajo, n.º 932, Banco de Pagos Internacionales.

11 Véase la Comunicación de la Comisión Europea de 19 de enero de 2021, «Un frente común para derrotar a la COVID-19».