

Artículo

1 El papel de la oferta y la demanda en la recuperación de la zona del euro tras la pandemia

Roberto A. De Santis y Grigor Stoevsky

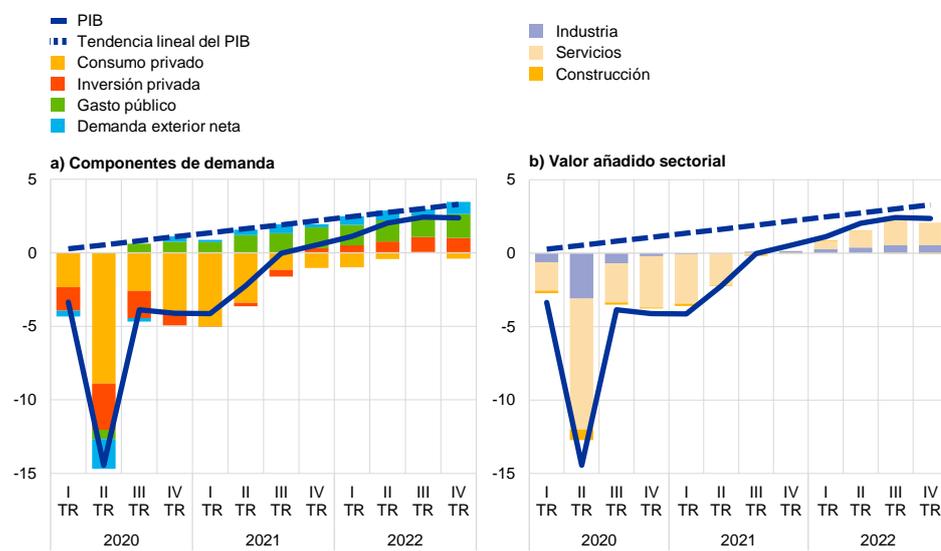
Introducción

En este artículo se analizan los factores que provocaron la acusada caída de la actividad económica en la zona del euro en 2020 y que determinaron la recuperación posterior. Los confinamientos generalizados que comenzaron a imponerse en marzo de 2020 para contener la propagación de la pandemia de coronavirus (COVID-19) ocasionaron interrupciones de oferta a escala mundial y reprimieron la demanda. Como resultado, el producto de la zona del euro se contrajo y el comercio internacional se desplomó. La economía de la zona del euro se recuperó con fuerza después del levantamiento en 2020 de los estrictos confinamientos iniciales, pese a las perturbaciones adversas de 2021 y 2022 asociadas a los cuellos de botella en la oferta mundial, a la crisis energética y a la incertidumbre generada por la invasión rusa de Ucrania. El PIB de la zona del euro cayó un 6,1 % en 2020 y repuntó posteriormente un 5,3 % en 2021, con un nuevo avance del 3,5 % en 2022. Al final de 2022, el producto de la zona del euro se situaba un 2,4 % por encima de su nivel previo a la pandemia, aunque 0,9 puntos porcentuales por debajo de su tendencia lineal prepandemia extrapolada, principalmente como consecuencia del intenso apoyo público (panel a del gráfico 1). La evolución a nivel sectorial fue dispar. Los servicios se vieron afectados sobre todo por las distintas medidas de contención, que retrasaron la recuperación de la actividad en este sector en 2021 (panel b del gráfico 1). La producción de la industria y de la construcción se vio limitada también por las interrupciones en las cadenas de suministro, los *shocks* energéticos y la escasez de mano de obra, aunque la incidencia de los dos primeros factores se ha reducido recientemente de forma significativa.

Gráfico 1

PIB real – desglose por componentes de demanda y por valor añadido sectorial

(índice: IV TR 2019 = 0, porcentajes y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La tendencia determinista anterior a la irrupción del COVID-19 se estima mediante la regresión del logaritmo del PIB real sobre una constante y una tendencia lineal a lo largo del período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el cuarto trimestre de 2019. Dado que la elevada volatilidad de las transacciones con activos intangibles en Irlanda tiene un impacto desproporcionado sobre la inversión y las importaciones de la zona del euro (véase nota 2 a pie de página del artículo completo en inglés), la inversión privada de la zona del euro se representa sin la inversión en productos de propiedad intelectual en Irlanda, mientras que las importaciones se muestran excluyendo las importaciones de servicios en Irlanda. El gasto público incluye el consumo y la inversión públicos. En el panel b, la industria excluye el valor añadido de la construcción. Debido a las diferencias estadísticas entre el PIB y el valor añadido bruto total, las contribuciones de la industria, los servicios y la construcción no suman el PIB total en el panel b.

Desde 2020, la actividad de la zona del euro ha estado determinada por tres factores exógenos fundamentales: la reapertura de la economía tras los confinamientos (respaldada por las políticas fiscales), las disrupciones de oferta a escala mundial y la guerra de Rusia en Ucrania.

Cuando los primeros confinamientos estrictos se relajaron en mayo de 2020, el producto creció de forma inmediata y la economía se reabrió en gran medida. La demanda también se recuperó parcialmente, apoyada por considerables estímulos monetarios y fiscales, si bien las medidas de contención aún vigentes y la preocupación por la salud siguieron restringiendo las posibilidades de consumo. Posteriormente, con la evolución de la pandemia, las políticas de contención variaron en todo el mundo y las medidas adoptadas en los distintos países se reforzaron o relajaron de manera no sincronizada. Esta evolución, unida a la escasez derivada de la mala asignación de contenedores a escala mundial, contribuyó a la formación inesperada y abrupta de nuevos cuellos de botella en las cadenas globales de suministro. Las crecientes tensiones geopolíticas en el otoño de 2021 y la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022 provocaron una escalada de los precios energéticos y agravaron las disrupciones de oferta, al tiempo que contribuyeron también a una intensificación de la incertidumbre económica con repercusiones negativas en la actividad interna.

En este artículo se analiza la magnitud de los tres factores anteriores y los canales por los que han incidido en la demanda y en la producción.

En la sección 2 se estudian los componentes de demanda del PIB, prestando especial atención a los factores principales que determinaron la dinámica de la renta, el

ahorro, el consumo y la inversión de los hogares. En la sección 3 se presenta un análisis del lado de la producción centrado en los sectores más afectados por los cuellos de botella en la oferta y los *shocks* energéticos. En el artículo se compara también la recuperación económica posterior a la pandemia en la zona del euro y en Estados Unidos (recuadro 1), se examina el papel de la política fiscal en la configuración del ciclo económico en 2021 y en 2022 (recuadro 2), y se ofrece una valoración de la importancia relativa de las distintas perturbaciones que han caracterizado la recuperación tras la pandemia utilizando un modelo empírico estructural (recuadro 3). Aunque la política monetaria respaldó la recuperación económica en 2021-2022, el análisis pormenorizado de su impacto queda fuera del alcance de este artículo¹. Por último, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

La recuperación económica posterior a la pandemia en la zona del euro ha sido sólida, gracias a la contundencia de las medidas adoptadas. El firme apoyo de las políticas fiscal y monetaria redujo el riesgo empresarial y evitó quiebras y pérdidas de empleo generalizadas tras la irrupción de la pandemia. La resistencia del mercado laboral respaldó el poder adquisitivo de los hogares y la demanda agregada, y contribuyó a que la economía de la zona del euro capeara bien las perturbaciones de oferta extraordinariamente adversas que la han afectado en los tres últimos años.

La recuperación económica se ha visto dificultada por los cuellos de botella en la oferta, la crisis energética y la mayor incertidumbre provocada por la guerra de Rusia en Ucrania. Este artículo muestra que las interrupciones en las cadenas de suministro han lastrado la economía de la zona del euro, aunque estas han ido desapareciendo desde mediados de 2022. La producción de vehículos, que tiene una de las cadenas de suministro más largas de todos los sectores manufactureros, se ha visto muy afectada por estos cuellos de botella. Además, la escalada de los precios de la energía desde el otoño de 2021 ha limitado la producción, en particular la industrial, en 2022, debido a la mayor intensidad energética de las manufacturas frente a los servicios. Por último, el aumento de la incertidumbre en la zona del euro provocado por la invasión rusa de Ucrania también tuvo un impacto negativo en la actividad económica en 2022. Sin embargo, la capacidad de resistencia de la renta disponible de los hogares gracias al estímulo de las políticas y a la solidez del mercado laboral, el impulso derivado de la reapertura económica y la normalización en curso del ahorro han respaldado la recuperación de la demanda agregada. Además, las perturbaciones adversas de oferta se han disipado en buena medida recientemente. La menor preocupación por el suministro de energía y por los precios energéticos ha reducido la incertidumbre

¹ Para un análisis exhaustivo del papel de la política monetaria, véanse C. Lagarde, «[Monetary policy in the euro area](#)», Karl Otto Pöhl Lecture, conferencia organizada por la Frankfurter Gesellschaft für Handel, Industrie und Wissenschaft, Frankfurt, 20 de septiembre de 2022, y P. R. Lane, «[The euro area hiking cycle: an interim assessment](#)», Dow Lecture at the National Institute of Economic and Social Research, Londres, 16 de febrero de 2023. Véase también el recuadro titulado «[Evaluación basada en modelos del impacto macroeconómico del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde diciembre de 2021](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

económica y mejorado la confianza de los hogares —que, no obstante, partía de niveles bajos—, lo que ha favorecido el crecimiento económico. Con todo, es probable que el endurecimiento de la política monetaria del BCE y las condiciones de financiación más estrictas que conlleva frenen el gasto en consumo de bienes duraderos y la inversión privada.

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