

Recuadros

1 El impacto de las medidas de confinamiento por el Covid-19 sobre el comercio de servicios de turismo y viajes

Tobias Schuler

Las medidas de confinamiento adoptadas para contener la pandemia de coronavirus (Covid-19) están teniendo un impacto significativo en el comercio de servicios de la zona del euro, en particular en el turismo y los viajes, y en el transporte de pasajeros. En marzo de 2020, las exportaciones y las importaciones de servicios descendieron un 10,6 % y un 3,3 %, respectivamente, con respecto al año anterior, según los datos de la balanza de pagos más recientes disponibles. En varios sectores heterogéneos, los que conllevan un contacto físico se han visto gravemente afectados. El índice de directores de compras para Europa²⁰ sugiere que los sectores de servicios turísticos y recreativos, así como los de transporte, fueron los que registraron los retrocesos más intensos de la actividad en abril de 2020.

El sector mundial de turismo y viajes ha experimentado graves interrupciones, por ejemplo como consecuencia de las restricciones a la movilidad y del cierre de las atracciones turísticas. Más de 110 países han suspendido las llegadas de viajeros y casi todos han impuesto algún tipo de restricción. En algunos países se han prohibido completamente los desplazamientos, mientras que en otros se han aplicado prohibiciones solo a los procedentes de zonas con un número elevado de contagios. El turismo, especialmente los viajes internacionales, se están viendo seriamente afectados. Incluso después de haber levantado las estrictas medidas de confinamiento, la propia pandemia está provocando efectos persistentes sobre el sector, debido a la aversión al riesgo y a un cambio en las preferencias.

Los viajes y el turismo como parte del comercio de servicios de la zona del euro

El turismo consiste en realizar viajes con fines de ocio o de negocio, y tiene varias fases y componentes, como la planificación del viaje, el transporte, el alojamiento, la manutención y las compras, los desplazamientos locales y las visitas a lugares turísticos²¹. El turismo internacional se registra en la balanza de pagos de un país como exportaciones e importaciones de servicios de turismo y viajes, y de transporte. Según la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y

²⁰ Véase la [nota de prensa](#) publicada por Markit el 8 de mayo de 2020.

²¹ Las definiciones de los conceptos de viajes y turismo figuran en la sexta edición del [Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional](#) (MBP6) y en las [Recomendaciones Internacionales para Estadísticas de Turismo de la Organización Mundial del Turismo de las Naciones Unidas](#) (OMT). Aunque las definiciones de viajes (MBP6) y turismo (OMT) se solapan en gran medida, los conceptos estadísticos difieren en dos aspectos. En primer lugar, «viajes» incluye las compras realizadas por trabajadores transfronterizos temporales, que no se consideran gasto en turismo. En segundo lugar, el turismo incluye las adquisiciones de servicios de transporte (internacional) de pasajeros, que en el MBP6 se engloban en el transporte en lugar de en los servicios de viaje.

Posición de Inversión Internacional (MBP6), «turismo y viajes comprende principalmente los bienes y servicios adquiridos en una economía por no residentes (...) durante sus visitas a esa economía» de duración inferior a un año, y excluye el transporte internacional de viajeros, que se incluye en los servicios de pasajeros de la sección de transporte.

En términos netos, el comercio de turismo y viajes aportó 42 mm de euros al superávit de 68 mm de euros de la balanza de servicios de la zona del euro en 2019. Las exportaciones de servicios a países de fuera de la zona ascendieron a 988 mm de euros, de los que 124 mm de euros procedían del comercio de servicios turísticos y viajes (el 17 % del volumen total). El sector de transporte —que representa el 16 %— incluye el transporte tanto de carga como de pasajeros, y este último supuso el 23 % de las exportaciones y el 15 % de las importaciones en 2019. Las importaciones se cifraron en 920 mm de euros, y las rúbricas principales fueron el transporte (16 %) y el turismo y viajes (13 %).

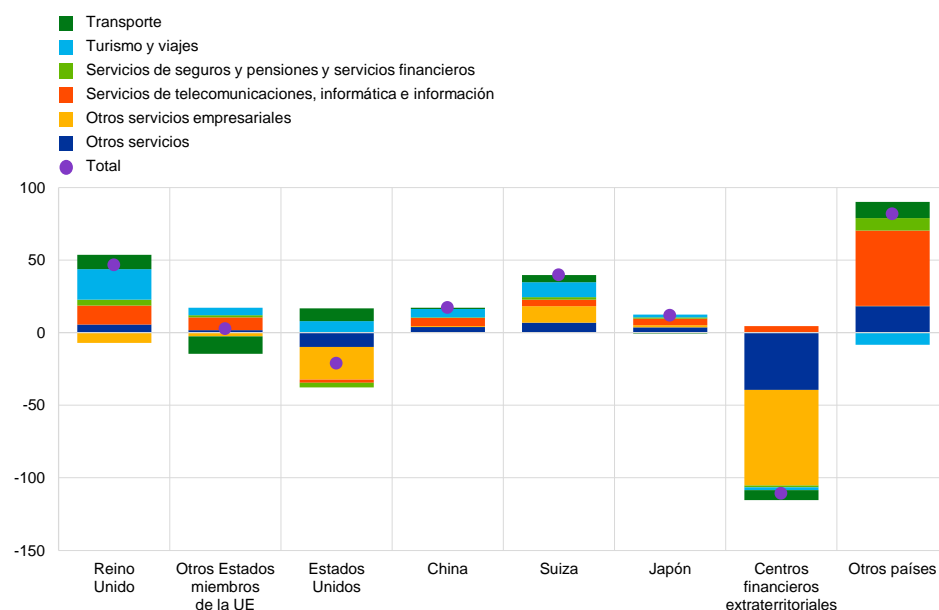
La zona del euro está expuesta al comercio de servicios en ramas que se han visto intensamente afectadas por la crisis, en las que registró un superávit en 2019. La desagregación geográfica de las balanzas de servicios (véase gráfico A) muestra las categorías de servicios en la zona del euro por principales socios comerciales. La zona del euro arrojó, en conjunto, un superávit en el comercio de servicios de turismo y viajes, que está especialmente expuesto, ya que el sector se encuentra entre los más perjudicados. El Reino Unido, Suiza y Estados Unidos fueron los países que más contribuyeron a dicho superávit en 2019. La incidencia en otros sectores, como los servicios de seguros y pensiones y los servicios financieros, así como los servicios de telecomunicaciones, informática e información, ha sido menor²².

²² El superávit de los servicios de telecomunicaciones, informática e información se registró principalmente frente al Reino Unido, a otros Estados miembros de la UE y a otros países. En cambio, la zona del euro arrojó un déficit en la rúbrica de otros servicios empresariales, fundamentalmente frente a centros financieros extraterritoriales y a Estados Unidos. La zona del euro es un importador neto de «otros servicios», una categoría que incluye los cargos por el uso de la propiedad intelectual y que se ve afectada de forma acusada por las operaciones internas de las empresas multinacionales. Para más detalles, véase el artículo titulado «[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2020.

Gráfico A

Desagregación geográfica de la balanza de servicios de la zona del euro en 2019

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Otros servicios empresariales comprenden los servicios de investigación y desarrollo, servicios de consultoría profesional y en administración, y servicios técnicos, servicios relacionados con el comercio y otros servicios empresariales no incluidos en las categorías anteriores. Otros servicios se refieren a servicios de manufactura sobre insumos físicos pertenecientes a otros, servicios de mantenimiento y reparaciones, construcción, cargos por el uso de la propiedad intelectual, bienes y servicios públicos, servicios personales, culturales y recreativos, y la categoría «servicios sin clasificar».

La crisis del sector de transporte de pasajeros

El sector aéreo está afrontando serias dificultades, ya que las medidas de contención del Covid-19 han afectado con intensidad a los desplazamientos internacionales. El transporte aéreo, que es, con diferencia, el que mayor peso

tiene en las exportaciones e importaciones nominales de transporte de pasajeros²³, se ha visto particularmente afectado. Importantes aeropuertos de la zona del euro (sobre todo París, Ámsterdam y Frankfurt) son centros de conexión en los viajes internacionales. El impacto sobre el transporte fluvial y marítimo, por carretera y por ferrocarril ha sido menor²⁴.

La capacidad de transporte aéreo de pasajeros se ha reducido de forma significativa desde la irrupción del Covid-19 (véase gráfico B). La capacidad programada de transporte aéreo de pasajeros²⁵ ha disminuido un 65 % a escala global. En Estados Unidos, la reducción fue del 72 %, y en Japón del 48 %. En China, la capacidad cayó un 71 %, y desde entonces se ha recuperado hasta situarse en el

²³ Basado en las estadísticas de comercio internacional de servicios (ITS, por sus siglas en inglés).

²⁴ Los servicios de viaje en crucero, muy afectados por las medidas de contención, se incluyen en la partida «viajes» en las estadísticas de comercio internacional de servicios.

²⁵ La capacidad programada de transporte aéreo de pasajeros a escala global incluye tanto la capacidad nacional como la internacional. Como consecuencia de las restricciones a la movilidad, el tráfico aéreo internacional se ve afectado más intensamente que el nacional.

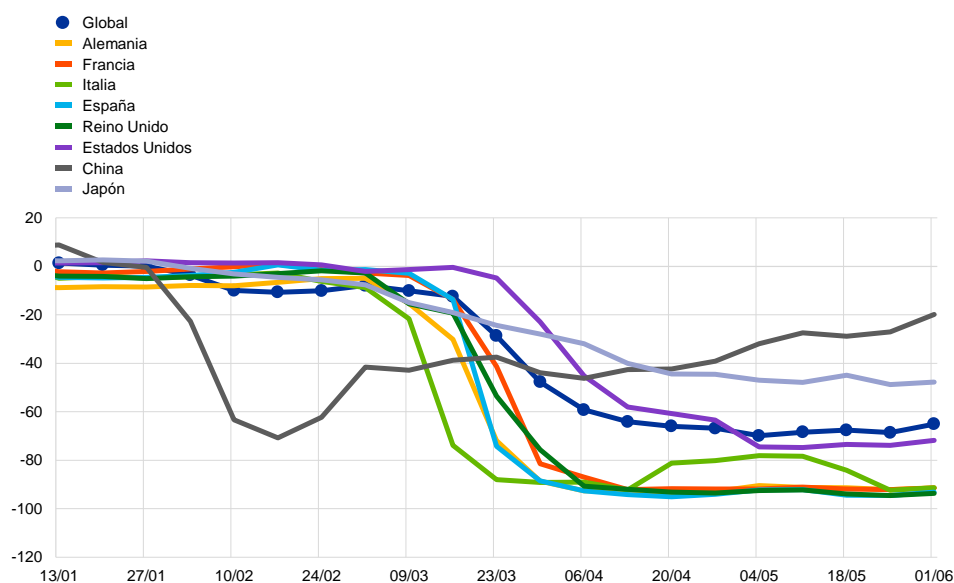
20 % por debajo de los niveles de 2019. En Italia, España, Francia y Alemania, esta capacidad se desplomó más del 90 % en comparación con el mismo período de 2019 (según datos publicados el 1 de junio de 2020).

El colapso de la capacidad de transporte aéreo de pasajeros en las distintas regiones carece de precedentes en la historia de la aviación. Los ingresos por transporte aéreo de pasajeros se redujeron alrededor de un 15 % tras los atentados terroristas de septiembre de 2001 y tardaron entre dos y tres años en recuperarse totalmente en Estados Unidos y en Europa²⁶. Después del brote de SARS de 2002-2003 los ingresos disminuyeron en torno a dos terceras partes y no se recuperaron hasta un año después²⁷. No obstante, la caída de la actividad internacional de las aerolíneas como consecuencia del Covid-19 es mucho más amplia y profunda, y es probable que tenga consecuencias más duraderas para el sector que estos episodios anteriores.

Gráfico B

Capacidad de transporte aéreo programada a escala global en 2020

(tasas de variación con respecto al mismo período de 2019)



Fuente: OAG Schedules Analyser.

Notas: Los datos semanales se comparan con los de la misma semana de 2019. La última observación corresponde al 1 de junio de 2020.

²⁶ Estimación basada en las millas y kilómetros recorridos por pasajeros de pago, respectivamente, del Departamento de Transporte de Estados Unidos y la Asociación de Aerolíneas Europeas. Las millas y kilómetros por pasajeros de pago se calculan multiplicando el número de pasajeros de pago por la distancia recorrida.

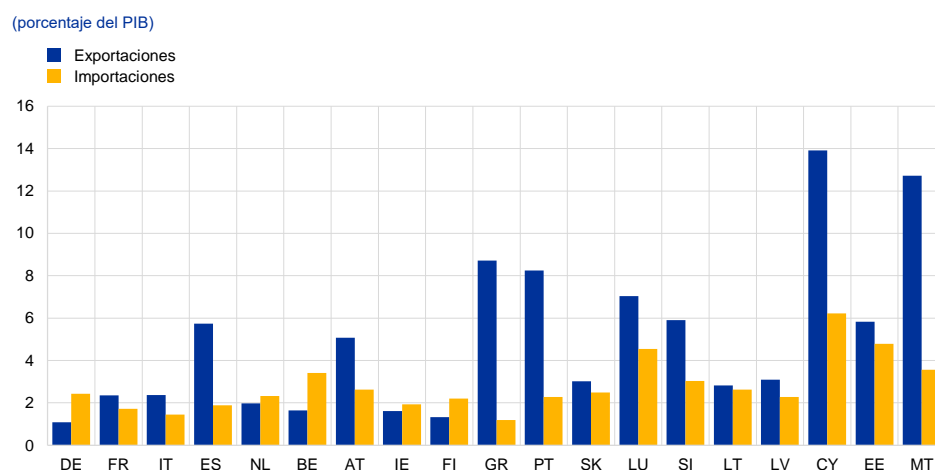
²⁷ Estimación basada en datos facilitados por la Asociación Internacional de Transporte Aéreo y la Organización de Aviación Civil Internacional.

El impacto sobre el sector de turismo y viajes en cada país de la zona del euro

Las exportaciones de servicios de turismo y viajes desempeñan un papel importante en varios países de la zona del euro (véase gráfico C). Estas exportaciones consisten principalmente en servicios de alojamiento y de hostelería prestados a los viajeros. Los mayores exportadores en términos de ingresos son España, Francia, Italia y Alemania, en los que más de la mitad de las exportaciones de servicios de turismo y viajes tienen como destino países de fuera de la zona del euro. Austria, Países Bajos, Grecia y Portugal son también importantes destinos turísticos en la zona del euro, con un mayor peso de los dos primeros en términos de exportaciones a países pertenecientes a la zona. En términos relativos, las exportaciones de este tipo de servicios son también significativas en el caso de Chipre, Malta, Grecia y Portugal.

Gráfico C

Exportaciones e importaciones de turismo y viajes en porcentaje del PIB de los países de la zona del euro en 2018



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las exportaciones y las importaciones incluyen el comercio con países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro.

La mayoría de los países de la zona del euro gastan entre el 2 % y el 4 % del PIB en el extranjero, un gasto que se registra como importaciones de servicios de turismo y viajes. Alemania es, con diferencia, el mayor importador de estos servicios en términos absolutos. Las importaciones de servicios de turismo y viajes en relación con el PIB de Bélgica, Luxemburgo y Chipre son importantes en términos relativos, dadas sus interconexiones con otras economías vecinas.

Según las estimaciones, los países de la zona del euro más expuestos al impacto de la pandemia en términos de exportaciones netas de servicios de turismo y viajes son Chipre, Malta, Grecia y Portugal. También se espera que las exportaciones netas de estos servicios acaben viéndose afectadas de forma acusada en España, Austria, Luxemburgo y Eslovenia. En cambio, se prevé que las exportaciones netas de Alemania y Bélgica se beneficien ligeramente, ya que son destacados importadores de servicios de turismo y viajes.

En los países que dependen de los viajes y el turismo, la pandemia de Covid-19 está teniendo un impacto intenso y persistente sobre el conjunto de la economía. Los viajes aportan beneficios directos a través de las actividades comerciales que se desarrollan a lo largo su cadena de valor (es decir, planificación del viaje, transporte, alojamiento, manutención y compras, desplazamientos locales y visitas a lugares turísticos), así como beneficios indirectos a través de la demanda y el crecimiento que genera en muchos otros sectores. Las medidas de confinamiento adoptadas para contener la pandemia y los efectos de confianza están teniendo una incidencia significativa en las empresas y en los empleados del sector de turismo y viajes, que es intensivo en mano de obra.

Coronavirus (Covid-19): el miedo de los mercados implícito en los precios de las opciones

Miguel Ampudia, Ursel Baumann y Fabio Fornari

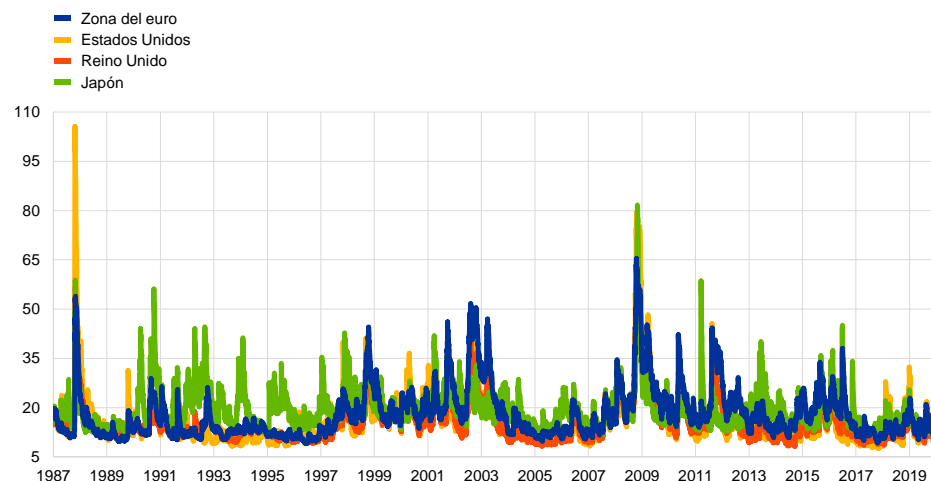
Introducción

Los mercados bursátiles de todo el mundo se han desplomado desde finales de febrero, momento en el que los inversores internacionales empezaron a preocuparse por la propagación del coronavirus fuera de China y su impacto sobre la economía mundial. Aunque estos mercados se han recuperado parcialmente desde entonces, el Euro Stoxx 50 retrocedió un 12,3 % en la semana terminada el 28 de febrero, la mayor pérdida semanal en términos porcentuales desde la crisis financiera global de 2008. El S&P 500 cayó más del 11 %, en una semana igualmente catastrófica. En conjunto, los mercados bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos cedieron en torno a un 35 % de su valor entre el máximo registrado el 19 de febrero y el mínimo marcado el 23 de marzo.

Gráfico A

Desviación típica del rendimiento de las acciones

(porcentajes anualizados)



Fuentes: Cálculos de los autores y Refinitiv.

Notas: Estimaciones basadas en modelos de la desviación típica del rendimiento diario de las acciones de cuatro índices: el Euro Stoxx 50, el S&P 500, el FTSE 100 y el Nikkei 225. Datos diarios. Las últimas observaciones corresponden al 13 de abril de 2020.

La caída de los precios de las acciones ha producido un gran aumento de la varianza de su rendimiento. La desviación típica del rendimiento diario de las acciones que componen los principales índices de la zona del euro, de Estados Unidos, del Reino Unido y de Japón se sitúa en niveles comparables a los picos asociados al crac bursátil de octubre de 1987 y a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 (véase gráfico A). Las recientes turbulencias han tenido un carácter claramente global, como muestra el considerable aumento de la desviación

típica en todos los índices. Esto también se refleja en el acusado incremento, hasta valores próximos a la unidad, de las correlaciones bilaterales del rendimiento de las acciones de los cuatro índices principales, lo que pone de manifiesto la presencia de un factor común en este rendimiento. La resultante falta de oportunidades de diversificación también amplifica las pérdidas potenciales para los inversores internacionales.

El aumento de la aversión al riesgo, que vino a sumarse al incremento de los riesgos, puede haber intensificado las ventas masivas de acciones en los mercados bursátiles y de una amplia gama de activos en general. Tras las significativas ventas masivas iniciales en los mercados financieros, los responsables de elaborar las políticas se plantean una cuestión importante al evaluar la respuesta a la crisis, que es la persistencia del impacto de las restricciones relacionadas con el coronavirus sobre el riesgo financiero, las condiciones financieras y, en última instancia, la actividad económica real. Una de las principales vías de propagación de esta perturbación han sido las interconexiones de los mercados financieros y, en especial, el desplome sincronizado de las bolsas mundiales. Las ventas masivas pueden haber obedecido al aumento de la cantidad percibida de riesgo presente en los mercados, a la mayor aversión de los inversores a asumir riesgos, o a una combinación de ambos factores. Conocer el origen primordial de la caída de los precios de las acciones (y de los activos financieros en general) puede ayudar a los responsables de elaborar las políticas a entender su persistencia y a evaluar las medidas de respuesta. El objetivo de este recuadro es analizar las variaciones en la cantidad y el precio de los riesgos (de cola) utilizando una estimación de la aversión al riesgo de cola basada en el precio de las opciones sobre acciones.

Densidades neutrales al riesgo

La función de densidad neutral al riesgo de una cotización es la estimación que hace el mercado de la distribución de probabilidad del nivel futuro de dicha cotización, ajustada por la presencia de la aversión al riesgo de los inversores. Así pues, la función de densidad neutral al riesgo refleja tanto las actitudes frente al riesgo como las expectativas de precio de los inversores. Las densidades neutrales al riesgo pueden considerarse densidades físicas cuya forma se ha modificado con el fin de dar mayor prominencia a aquellas situaciones del mercado mundial que se asocian a resultados particularmente adversos y que, como tales, se traducen en una utilidad marginal más baja para los inversores²⁸. La función de densidad neutral al riesgo de los rendimientos futuros se obtiene de los precios diarios de las opciones de compra (*call*) y de venta (*put*) negociadas en el

²⁸ Esta modificación hace que los inversores sean neutrales al riesgo en el sentido de que todos los flujos de efectivo futuros procedentes de cualquier activo pueden descontarse utilizando tipos libres de riesgo.

Euro Stoxx 50²⁹. Estas opciones están disponibles diariamente para más de un vencimiento, lo que permite estimar la función de densidad neutral al riesgo para el abanico de vencimientos disponible.

En las primeras fases del brote del virus en Europa, surgió el miedo a un crac bursátil, pero, después del anuncio de políticas de estímulo significativas, la probabilidad esperada de un alza de las cotizaciones aumentó, aun cuando los riesgos de mercado se mantenían en niveles elevados. El gráfico B muestra la función de densidad neutral al riesgo del rendimiento de las acciones del Euro Stoxx 50, calculada a partir de las opciones y con un horizonte de hasta un año, en las tres fechas siguientes: i) el 21 de febrero, justo antes de que el brote del virus irrumpiera en Europa con plena fuerza; ii) el 28 de febrero, una semana más tarde, y iii) el 20 de marzo, tras del anuncio de políticas de estímulo significativas en la zona del euro y en Estados Unidos. Ya se puede observar un marcado aumento de la varianza de la distribución —así como un engrosamiento de la cola izquierda— en la semana terminada el 28 de febrero, que señala el crecimiento del miedo a un crac bursátil³⁰. El 20 de marzo, después de que se hubieran anunciado medidas de política monetaria y fiscal significativas y de que los mercados bursátiles ya hubieran caído bruscamente, la cola más baja de la función de densidad neutral al riesgo se mantenía prácticamente sin variación, pero la distribución pasó a estar más inclinada al alza, lo que sugiere un incremento de la recuperación esperada del rendimiento de las acciones³¹.

²⁹ Véase D. Breeden y R. Litzenberger, «Prices of State-contingent Claims Implicit in Option Prices», *The Journal of Business*, vol. 51, n.º 4, 1978, pp. 621-651, donde los autores muestran que la segunda derivada de una función del precio de la opción de compra (*call*)/venta (*put*) con respecto al precio de ejercicio corresponde a la función de densidad neutral al riesgo. Para una explicación detallada del método seguido para realizar los cálculos, véase S. Figlewski, «Estimating the Implied Risk-Neutral Density for the US Market Portfolio», en T. Bollerslev, J. Russell y M. Watson (eds.), *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honor of Robert F. Engle*, Oxford University Press, Oxford, Reino Unido, 2010.

³⁰ El fuerte aumento de la varianza, en un contexto en que los inversores descontaban una probabilidad más elevada de las dos colas, ensombreció el incremento de la asimetría.

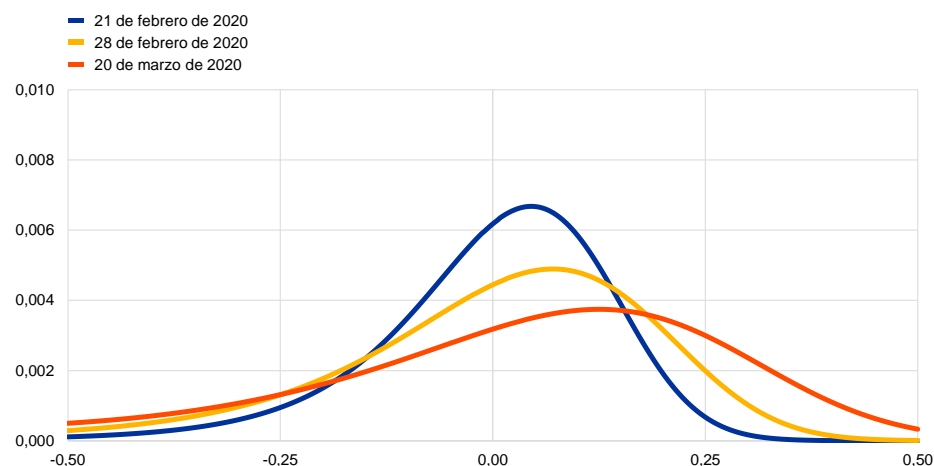
³¹ La imagen resultante es similar en el caso del rendimiento de las acciones calculado a partir de las opciones con vencimientos a corto plazo, es decir, con una vida residual de entre 10 y 20 días.

Gráfico B

Función de densidad neutral al riesgo implícita en las opciones del Euro Stoxx 50

Para opciones con un horizonte a un año aproximadamente

(densidades)



Fuentes: Cálculos de los autores y Refinitiv.

Nota: Función neutral al riesgo del rendimiento futuro obtenida de los precios diarios de las opciones de compra y de venta negociadas en el Euro Stoxx 50.

Indicador de la aversión al riesgo de cola

Es posible obtener un indicador de las preferencias de riesgo o de la aversión al riesgo de los inversores comparando la función de densidad neutral al riesgo con una estimación de la densidad física del rendimiento de las acciones. Las densidades neutral al riesgo y física están relacionadas entre sí a través del *kernel* de precios, que incorpora las preferencias de riesgo de los inversores. La densidad física representa la mejor valoración de los inversores sobre las probabilidades de evolución futura de los precios. Las expectativas de densidades físicas no pueden determinarse a partir de los precios de mercado, ya que estos también incorporan las preferencias de riesgo de los inversores. Los investigadores han recurrido a métodos estadísticos para estimar dichas densidades³². Para ello, se utiliza un modelo diario multivariante de heterocedasticidad condicional autorregresiva generalizada (GARCH, por sus siglas en inglés)³³.

³² Véase, por ejemplo, G. Barone-Adesi, R. F. Engle y L. Mancini, «A GARCH Option Pricing Model with Filtered Historical Simulation», *The Review of Financial Studies*, vol. 21, n.º 3, 2008, pp. 1223-1258.

³³ Los modelos GARCH tienen en cuenta los episodios de volatilidad que suelen observarse en las series de rendimientos de activos financieros, especialmente en períodos de tensión. En cada fecha, se simulan varias sendas futuras de los rendimientos de las acciones utilizando este modelo, hasta el vencimiento de la opción más larga negociada dicho día en el mercado. A partir de estos rendimientos, para un vencimiento dado, se construye su densidad física futura mediante una estimación *kernel*. Se estima la densidad física esperada del rendimiento de las acciones simulando su primer y segundo momento, utilizando todos los errores históricos de los residuos estandarizados obtenidos al escalar las tasas de variación de un índice bursátil con su desviación típica condicional sobre la base del modelo GARCH. Dado que este método puede sobrevalorar la varianza de los errores en presencia de las políticas de estímulo, una alternativa sería dar más peso a los errores registrados en la fase inicial del programa de compra de activos en 2015 o reducir la varianza de los errores para emular un descenso de los riesgos esperados.

El indicador de la aversión al riesgo de cola se construye comparando las colas izquierdas de las distribuciones neutral al riesgo y física.

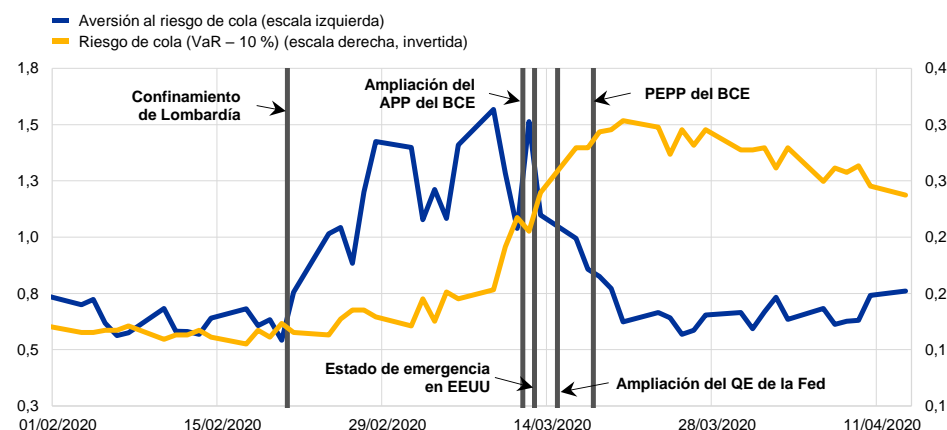
Los inversores tienen aversión al riesgo si asignan una mayor probabilidad neutral al riesgo a eventos adversos en comparación con la densidad física. Dado que los inversores con aversión al riesgo de cola están dispuestos a pagar una prima para protegerse frente a la desutilidad asociada a resultados adversos, las probabilidades neutrales al riesgo sobrevalorarán las probabilidades físicas correspondientes para eventos de cola negativos. Se examina el comportamiento de las colas izquierdas de las densidades tanto neutral al riesgo como física para los rendimientos de las acciones en un horizonte de tres meses. El índice de aversión al riesgo de cola negativo por parte de los inversores se calcula como el área situada a la izquierda del punto en la función de densidad neutral al riesgo que corresponde al percentil 10 más bajo de la distribución física de los rendimientos (normalizado por 0,1, es decir, el área correspondiente en la densidad física)³⁴. Un índice de aversión al riesgo de cola por encima de uno indica que los inversores temen la materialización de los eventos de cola negativos y, por tanto, están dispuestos a protegerse frente a ellos pagando más de lo que estaría justificado teniendo en cuenta su probabilidad histórica³⁵. En cambio, un valor del índice de entre cero y uno podría considerarse compatible con una situación en la que el apetito de riesgo es elevado.

Gráfico C

Indicador de aversión al riesgo de cola y riesgo de cola del Euro Stoxx 50

Para opciones con un horizonte de entre 10 y 20 días

(índice)



Fuentes: Cálculos de los autores y Refinitiv.

Notas: «APP» es el programa de compra de activos y «ampliación del APP» hace referencia a las medidas anunciadas por el BCE el 12 de marzo de 2020. «PEPP» es el programa de compras de emergencia frente a la pandemia anunciado el 18 de marzo de 2020. «QE» corresponde al programa de expansión cuantitativa (*quantitative easing*) y «VaR» significa valor en riesgo (percentil 10). Las últimas observaciones corresponden al 13 de abril de 2020.

³⁴ El procedimiento es el siguiente: i) se determina el rendimiento asociado al percentil 10 más bajo en la distribución física; ii) se busca este rendimiento en la distribución neutral al riesgo y se calcula el área de su izquierda, y iii) se divide esta área por 0,1 (que representa el área situada a la izquierda del percentil 10 en la distribución física).

³⁵ Cuando el indicador es inferior a uno, los inversores siguen queriendo protegerse frente a la materialización de los eventos de cola negativos, pero solo a un precio más bajo que el que se desprende de la probabilidad histórica. Un indicador igual a uno corresponde a un inversor neutral al riesgo.

La aversión estimada al riesgo de cola aumentó sensiblemente a partir de la segunda mitad de febrero y, a mediados de marzo, coincidiendo con la introducción de las medidas de política a ambos lados del Atlántico, invirtió su trayectoria y retornó a los niveles de principios de febrero. En el gráfico C se presenta el indicador del riesgo de cola estimado, junto con una medida del riesgo de cola, definida como el percentil 10 (invertido) de la distribución física de los rendimientos del Euro Stoxx 50. Al inicio, dado que el coronavirus se circunscribía principalmente a algunas regiones de China, parece que los mercados se mostraron bastante confiados, en el sentido de que la aversión al riesgo de cola no aumentó casi. No obstante, cuando la pandemia irrumpió en Europa, la disposición de los inversores a asumir riesgos disminuyó de manera apreciable, como reflejó el incremento del índice de aversión al riesgo de cola a partir del 21 de febrero —el comienzo del confinamiento en algunas partes de la región italiana de Lombardía—. Alrededor de mediados de marzo, el precio del riesgo de cola izquierda empezó a bajar de nuevo, al anunciarse un paquete de medidas de política monetaria y fiscal a ambos lados del Atlántico. En cambio, el propio riesgo de cola se mantuvo estable en general hasta principios de marzo, después comenzó a crecer significativamente y se mantuvo en niveles elevados incluso tras la introducción de las medidas de estímulo. Una interpretación de estos desarrollos es que las medidas articuladas por los bancos centrales y los Gobiernos han sido capaces de sostener el apetito de riesgo de los inversores, frenando así el ascenso inicial del precio del riesgo y reconduciéndolo al valor registrado hacia mediados de febrero. El precio del riesgo se redujo pese al aumento de la cantidad de riesgo, lo que contribuyó significativamente a minimizar el impacto de la perturbación en los mercados financieros.

La pandemia de Covid-19 y el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación: evidencia basada en datos de encuestas

Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando y Juan Ángel García

La irrupción de la pandemia de coronavirus (Covid-19) ha afectado de forma dramática a la actividad económica mundial. En un intento por ralentizar la propagación de los contagios por Covid-19, los Gobiernos de todo el mundo han introducido medidas de distanciamiento social y de confinamiento y han cancelado los actos públicos. Se han cerrado las fronteras, incluso dentro de Europa. Además, la incertidumbre en torno a la evolución futura de la pandemia y la disrupción de las cadenas de producción pueden haber contribuido a amplificar el impacto de la perturbación combinada de oferta y de demanda. La actividad de muchas empresas se ha visto seriamente alterada, lo que ha tenido un efecto adverso sin precedentes sobre el crecimiento económico a escala global.

La última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) muestra un deterioro de la actividad de las pequeñas y medianas empresas (pymes) en el período de referencia, comprendido entre octubre de 2019 y marzo de 2020³⁶. Como la encuesta se llevó a cabo entre el 2 de marzo y el 8 de abril, las empresas pudieron dar cierta cuenta del impacto de la crisis actual. No obstante, es posible que los resultados relacionados con las preguntas retrospectivas de la encuesta solo reflejen algunos efectos parciales de la crisis, ya que el período de referencia prácticamente había finalizado antes de que esta se intensificara.

En retrospectiva, las pymes de la zona del euro indicaron una reducción de su cifra de negocios por primera vez desde principios de 2014. En términos netos³⁷, la variación señalada fue del -2 % (frente al 20 % de la encuesta anterior) para la zona del euro en su conjunto (véase gráfico A). Pese a que se observan ciertas diferencias entre países, el deterioro fue generalizado. Las caídas más pronunciadas se registraron en Italia, seguida de Eslovaquia, Grecia y España, mientras que el porcentaje de pymes alemanas y francesas que, en conjunto, señalaron un aumento de su cifra de negocios fue mucho menor.

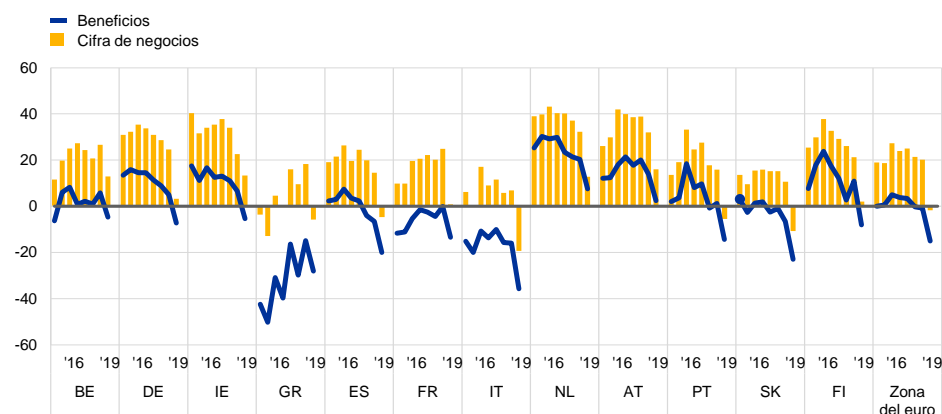
³⁶ La 22.ª encuesta SAFE se realizó entre el 2 de marzo y el 8 de abril de 2020 y abarcó el período comprendido entre octubre de 2019 y marzo de 2020. El tamaño total de la muestra fue de 11.236 empresas de la zona del euro, de las que 10.287 (el 92 %) tenían menos de 250 empleados. Para una descripción más detallada de los últimos resultados, véase «[Survey on the Access to Finance of Enterprises](#)», BCE, mayo de 2020. Asimismo, el artículo titulado «Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data», incluido en este Boletín Económico, proporciona evidencia adicional sobre los resultados de la encuesta en los diez últimos años.

³⁷ «Términos netos» o «porcentaje neto» se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican que han registrado un aumento de un factor determinado y el de aquellas que señalan una disminución.

Gráfico A

Variación de la cifra de negocios y de los beneficios de las pymes en los países de la zona del euro

(en los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuentes: BCE y Comisión Europea, SAFE.

Notas: Las empresas encuestadas son pymes. Las cifras se refieren a las olas 15.^a (abril-septiembre de 2016) a 22.^a (octubre de 2019-marzo de 2020) de la encuesta. El porcentaje neto es la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican que han registrado un aumento de un factor determinado y el de aquellas que señalan una disminución.

La rentabilidad de las pymes también disminuyó en los distintos países y sectores económicos.

En un contexto de deterioro de la cifra de negocios, los elevados costes laborales (señalados por el 46 % de las empresas en términos netos) y de otros insumos (45 %) hicieron mella en los beneficios de las pymes en toda la zona del euro (–15 %, frente al –1 %), pese a la existencia de unas condiciones de financiación acomodaticias. La disminución de los beneficios fue especialmente acusada en las pymes griegas, españolas, italianas y eslovacas. A nivel sectorial, la industria parece haber sido el sector más afectado por el retroceso de los beneficios (–20 %, frente al –7 %), en particular en Italia. En cuanto al sector comercial, en términos netos, un 19 % de las pymes de la zona del euro también señalaron un descenso de sus beneficios, porcentaje que alcanzó el 37 % en Italia y el 30 % en España.

El debilitamiento de la situación financiera y el deterioro del entorno macroeconómico suscitaron inquietud entre las pymes sobre su acceso a la financiación.

Las pymes de la zona del euro —en particular las españolas, italianas y portuguesas— consideraron que la caída de la cifra de negocios y de los beneficios constituía un impedimento para la obtención de financiación externa (–18 %, frente al 5 %) por primera vez desde septiembre de 2014. Por otra parte, las pymes también percibían que la evolución de las perspectivas económicas generales había afectado negativamente a su acceso a la financiación (–30 %, frente al –13 %), un porcentaje que no se había observado desde marzo de 2013. El deterioro fue generalizado en los distintos países —especialmente en Alemania, Italia y Finlandia— y sectores, con un porcentaje del –31 % en la industria, del –21 % en la construcción, del –31 % en los servicios y del –30 % en el comercio. Además, en comparación con las empresas más grandes, las pymes, y en particular las microempresas, parecían estar más preocupadas por el impacto adverso que

tendrían en su acceso a la financiación externa sus propias perspectivas de ventas y de beneficios.

Las expectativas de las empresas sobre el acceso a la financiación en un futuro próximo arrojaron más luz sobre la gravedad de la crisis del Covid-19.

La declaración de la pandemia por la Organización Mundial de la Salud (OMS) el 11 de marzo y el endurecimiento posterior de las medidas de confinamiento en la zona del euro coincidieron en buena medida con el trabajo de campo de la última encuesta SAFE. Como consecuencia, es posible que las respuestas a preguntas retrospectivas reflejen solo parcialmente las disrupciones de la actividad empresarial. Sin embargo, el componente prospectivo de la encuesta captó el deterioro en curso y esperado de las condiciones económicas.

Sobre la base de las respuestas diarias, las expectativas en la zona del euro comenzaron a deteriorarse aceleradamente poco después de la declaración de pandemia de la OMS, a la que siguieron los confinamientos y los controles fronterizos en buena parte de Europa.

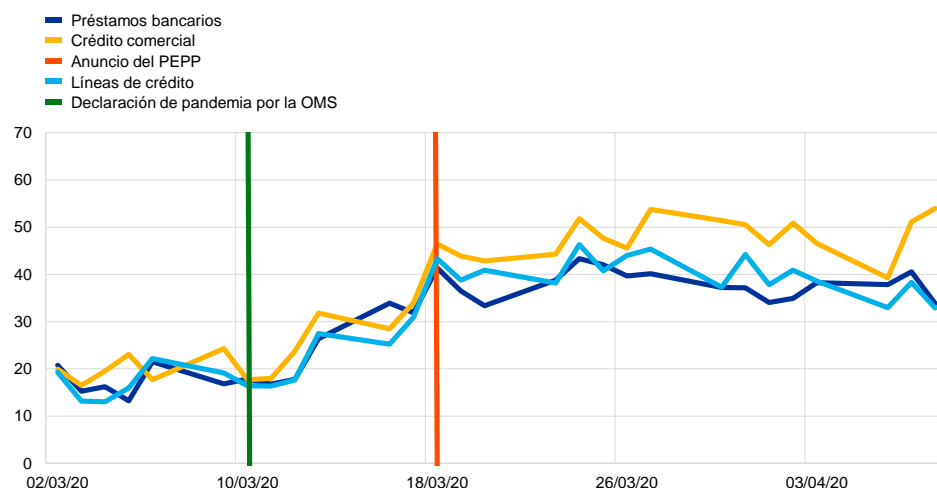
Las fechas de las respuestas de las empresas encuestadas durante el trabajo de campo se utilizaron para analizar el cambio en sus expectativas desde la irrupción de la pandemia³⁸. El día en que la OMS declaró la pandemia, el 17 % de las empresas, en promedio, esperaba un deterioro de la disponibilidad de préstamos bancarios y de líneas de crédito, y el 20 % tenía las mismas expectativas para el crédito comercial (véase gráfico B). Cuando se anunció el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) del BCE, el 18 de marzo, estos porcentajes ya se situaban en el 41 % para los préstamos bancarios, el 43 % para las líneas de crédito y el 46 % para el crédito comercial.

³⁸. Los porcentajes representados en el gráfico están condicionados por los efectos producidos en cada país para reflejar los diferentes niveles de emergencia de los distintos países.

Gráfico B

Empresas que esperaban un deterioro de la disponibilidad de financiación externa en los seis meses siguientes durante el trabajo de campo

(porcentajes estimados)



Fuentes: BCE y Comisión Europea, SAFE.

Notas: Los porcentajes estimados se refieren a efectos fijos de tiempo de una regresión de mínimos cuadrados ponderados controlando por efectos fijos de tiempo y de país. Las tres últimas observaciones (6-8 de abril) corresponden a una submuestra de países (Alemania, Grecia, España, Francia y Eslovaquia), dado que las encuestas realizadas en los demás países ya habían concluido el 3 de abril.

El deterioro de las expectativas de acceso a la financiación pareció estabilizarse tras el anuncio del PEPP, al menos con respecto a los préstamos bancarios y a las líneas de crédito. Aunque no se puede inferir el impacto directo del anuncio del PEPP sobre las expectativas de las empresas, el pesimismo de estas acerca de los productos bancarios habría disminuido en cierta medida a partir de esa fecha. En cambio, las expectativas de disponibilidad de crédito comercial continuaron deteriorándose durante un período algo más prolongado, debido, sobre todo, a las tensiones existentes en las relaciones de suministro habida cuenta de los retrasos esperados en el cobro de las deudas comerciales por el efecto de la crisis.

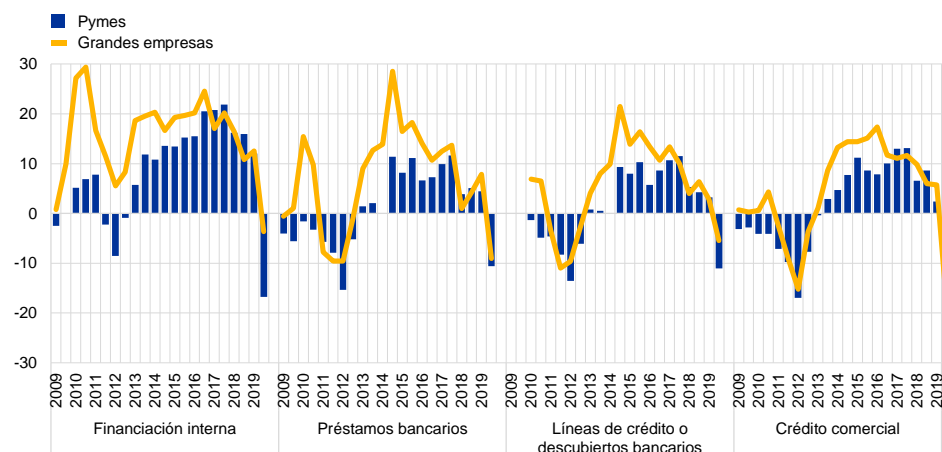
Las expectativas de las empresas en torno a la disponibilidad de financiación en los seis meses siguientes registraron un acusado deterioro con respecto a la tendencia positiva observada desde el final de la crisis de la deuda soberana (véase gráfico C). Aunque el empeoramiento de las expectativas de disponibilidad de fuentes de financiación tanto interna como externa es evidente, se aprecian diferencias entre ambas³⁹.

³⁹ Las empresas del sector servicios parecen ser las más pesimistas de todas, posiblemente debido a los efectos particularmente adversos de las medidas de confinamiento sobre este sector. En cuanto al tamaño de las empresas, según la encuesta, las microempresas son las más afectadas, mientras que las grandes empresas señalaron un deterioro menor.

Gráfico C

Cambio en las expectativas de disponibilidad de financiación de las empresas de la zona del euro

(en los seis meses siguientes; porcentaje neto de encuestados)



Fuentes: BCE y Comisión Europea, SAFE.

Notas: Sobre la base de empresas para las que el instrumento de financiación correspondiente es relevante. Las cifras se refieren a las olas 1.^a (abril-septiembre de 2009) a 22.^a (octubre de 2019-marzo de 2020) de la encuesta.

Por lo que respecta a las fuentes de financiación interna, en términos netos, las pymes señalaron una caída sustancial de las expectativas de disponibilidad de fondos (–17 %, frente al 12 %). Es probable que estas expectativas reflejen la previsión de dificultades para la actividad económica, lo que tiene implicaciones importantes para la rentabilidad de las empresas. Con la excepción de los Países Bajos, el deterioro es generalizado en los distintos países, y los porcentajes más elevados se registraron en Portugal (–26 %), Francia (–23 %) e Italia (–21 %). En general, el empeoramiento de las expectativas de disponibilidad de financiación interna es mayor que el nivel más bajo indicado durante la crisis de la deuda soberana (entre abril y septiembre de 2012), cuando el 9 % de las pymes señaló un descenso.

Las expectativas de disponibilidad de fuentes de financiación externa también empeoraron, aunque en menor medida que las relativas a la financiación interna. En términos netos, las pymes de la zona del euro señalaron una caída (–11 %) de la disponibilidad de productos bancarios, concretamente de préstamos, líneas de crédito y descubiertos bancarios. El deterioro relativamente menor en comparación con la financiación interna podría reflejar los efectos positivos de las medidas de política monetaria acomodaticia y de los diversos programas públicos anunciados desde el inicio de la pandemia. En cuanto al crédito comercial, en conjunto, las pymes prevén una reducción significativa (–20 %) de su disponibilidad, lo que podría ser indicativo de la interrupción esperada de las operaciones ordinarias, que, a su vez, afectaría a las relaciones entre las empresas. Las pymes españolas, italianas, portuguesas y eslovacas indicaron los mayores descensos de las expectativas de disponibilidad de financiación externa. La caída de las expectativas de acceso futuro a los préstamos bancarios fue todavía más limitada que en 2012, cuando, en términos netos, el 15 % de las pymes señalaron un deterioro de la disponibilidad esperada. Sin embargo, el deterioro referente al crédito

comercial ya es algo más acusado que en la anterior crisis de 2012, cuando el porcentaje neto de pymes que esperaban una contracción era del 17 %.

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 29 de enero y el 5 de mayo de 2020

Pamina Karl y Marco Weißler

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los dos primeros períodos de mantenimiento de reservas de 2020, comprendidos entre el 29 de enero y el 5 de mayo. En respuesta a la crisis del coronavirus (Covid-19), y ante el aumento de la volatilidad en los mercados financieros, el Eurosistema decidió adoptar un conjunto de medidas para relajar las condiciones de financiación y respaldar la liquidez disponible para todos los sectores y jurisdicciones durante los dos períodos de mantenimiento analizados.

Como parte de las medidas de provisión de liquidez relacionadas con el Covid-19, el Eurosistema anunció modificaciones en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) vigentes e introdujo una serie de operaciones de subasta adicionales, así como un amplio paquete de medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía para las entidades de contrapartida del Eurosistema. El 12 de marzo se relajaron las condiciones de las TLTRO III y se introdujo una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo adicionales (OFPML adicionales) con el fin de proporcionar un apoyo de liquidez inmediato a las entidades de crédito y de salvaguardar las condiciones en los mercados monetarios. Estas medidas se diseñaron para servir como mecanismo de respaldo durante las recientes turbulencias. Las OFPML adicionales se realizan semanalmente y vencerán el 24 de junio de 2020, cubriendo de esta forma el período hasta la liquidación de la cuarta operación TLTRO III⁴⁰.

En relación con las compras de activos, el 12 de marzo se acordó realizar de forma temporal adquisiciones netas de activos por valor de 120 mm de euros adicionales en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y, además, el 18 de marzo el BCE anunció un nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), por importe de 750 mm de euros, que estará vigente como mínimo hasta finales de 2020. El objetivo de estas compras adicionales es hacer frente a los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro derivados de la crisis del Covid-19. Estas compras se llevarán a

⁴⁰ Posteriormente, el 30 de abril, se introdujeron ajustes adicionales a las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), así como nuevas operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) con el fin de prestar más apoyo a la economía real y de suavizar las condiciones de los mercados monetarios. Estas dos medidas afectarán a la provisión de liquidez a partir del tercer período de mantenimiento de 2020.

cabo con flexibilidad y pueden ampliarse si la crisis se prolonga más allá de finales de este año⁴¹.

Con el fin de mejorar las condiciones en los mercados mundiales de financiación en dólares estadounidenses, el Eurosistema, en coordinación con la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco de Canadá y el Banco Nacional de Suiza, aumentó la provisión de liquidez en dólares a través de las líneas *swap* en dólares estadounidenses vigentes.

Asimismo, el BCE acordó líneas *swap* para proporcionar liquidez en euros con algunos bancos centrales de la UE. El 15 de marzo se anunciaron las medidas coordinadas para aumentar la actual provisión de liquidez en dólares estadounidenses, que consistieron en reducir el precio de la liquidez en dólares y en introducir una operación adicional en dólares con un vencimiento de 84 días. Además, a partir del 20 de marzo, se aumentó la frecuencia de las operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses con vencimiento de siete días, que pasaron a ser diarias en lugar de semanales. Estas medidas ayudaron a relajar significativamente las condiciones en los mercados de financiación en dólares estadounidenses.

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, se situaron, en promedio, en 1.613,4 mm de euros en el período analizado (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»). Esta cifra fue 107,7 mm de euros superior a la registrada en el período de referencia anterior (es decir, los dos últimos períodos de mantenimiento de 2019). Los factores autónomos netos aumentaron en 106,3 mm de euros, hasta situarse en 1.477,8 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron en 1,4 mm de euros, hasta alcanzar los 135,7 mm de euros.

Los principales determinantes de la liquidez en los dos primeros períodos de mantenimiento de 2020 fueron el aumento de los depósitos de las Administraciones Públicas, la demanda de billetes, las compras de activos y la nueva serie de OFPML adicionales. La absorción de liquidez por los factores autónomos se incrementó en 106,3 mm de euros, en promedio, debido principalmente al excepcional aumento de los depósitos de las Administraciones Públicas (101,7 mm de euros), que obedeció a una gestión prudente de la tesorería de este sector en respuesta al Covid-19. En el mismo contexto, la mayor demanda de billetes contribuyó a absorber otros 27,7 mm de liquidez, dado que la disminución estacional tras el final de año que registraron las tenencias de billetes durante el primer período de mantenimiento fue contrarrestada por el ascenso de las mismas en el segundo período de mantenimiento. Sin embargo, el incremento neto de 23,7 mm de euros de los factores autónomos del activo tuvo un ligero efecto compensador. Los activos netos denominados en euros se redujeron en 51,9 mm de

⁴¹ De hecho, el 4 de junio, el Consejo de Gobierno del BCE decidió incrementar la dotación del PEPP en 600 mm de euros y ampliar el horizonte al menos hasta el final de junio de 2021.

euros, mientras que los activos exteriores netos aumentaron en 75,6 mm de euros y compensaron parcialmente la absorción de liquidez por parte de los depósitos de las Administraciones Públicas y los billetes. La dinámica en el lado del activo durante el segundo período de mantenimiento respondió fundamentalmente a la mayor demanda en las operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses, cuyo saldo vivo total ascendía a 142 mm de euros al final de segundo período de mantenimiento de 2020.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020						Período de referencia anterior: 30 de octubre de 2019 a 28 de enero de 2020
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 29 de enero a 17 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 18 de marzo a 5 de mayo		Séptimo y octavo período de mantenimiento
Factores autónomos de liquidez	2.510,3	(+130,0)	2.421,8	(+46,9)	2.598,7	(+176,9)	2.380,2 (-0,4)
Billetes en circulación	1.299,5	(+27,7)	1.277,1	(-5,1)	1.321,9	(+44,7)	1.271,8 (+20,0)
Depósitos de las AAPP	321,5	(+101,7)	268,6	(+56,7)	374,4	(+105,8)	219,8 (-62,7)
Otros factores autónomos ¹	889,3	(+0,6)	876,1	(-4,8)	902,5	(+26,3)	888,7 (+42,3)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	1.595,6	(+85,5)	1.506,7	(+17,5)	1.684,5	(+177,8)	1.510,1 (+284,9)
Exigencias de reservas mínimas	135,7	(+1,4)	135,7	(+1,2)	135,7	(+0,1)	134,3 (+1,7)
Facilidad de depósito	258,2	(+1,8)	244,6	(-10,0)	271,8	(+27,2)	256,4 (-253,6)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	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 mantenimiento o de referencia 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.

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020						Período de referencia anterior: 30 de octubre de 2019 a 28 de enero de 2020
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 29 de enero a 17 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 18 de marzo a 5 de mayo		Séptimo y octavo período de mantenimiento
Factores autónomos de liquidez	1.032,8	(+23,7)	1.025,1	(+29,7)	1.040,5	(+15,5)	1.009,1 (+55,1)
Activos exteriores netos	846,7	(+75,6)	767,1	(-1,4)	926,3	(+159,2)	771,1 (+33,2)
Activos netos denominados en euros	186,1	(-51,9)	257,9	(+31,1)	114,2	(-143,7)	238,0 (+21,9)
Instrumentos de política monetaria	3.467,2	(+195,0)	3.284,0	(+25,9)	3.650,5	(+366,5)	3.272,2 (-22,4)
Operaciones de mercado abierto	3.467,2	(+195,0)	3.284,0	(+25,9)	3.650,5	(+366,5)	3.272,2 (-22,4)
Operaciones de subasta	741,8	(+97,7)	617,3	(-1,8)	866,3	(+249,0)	644,0 (-39,9)
OPF	1,0	(-1,3)	1,4	(-1,5)	0,6	(-0,8)	2,3 (-0,2)
OFPLM a tres meses	3,1	(-0,3)	4,0	(-0,3)	2,3	(-1,7)	3,4 (+0,5)
Operaciones TLTRO II	471,1	(-118,8)	510,8	(-0,0)	431,4	(-79,4)	589,8 (-87,3)
Operaciones TLTRO III	150,4	(+101,9)	101,1	(+0,0)	199,7	(+98,6)	48,5 (+47,2)
OFPLM adicionales	116,2	(+116,2)	0,0	(+0,0)	232,4	(+232,4)	0,0 (+0,0)
Carteras en firme	2.725,4	(+97,3)	2.666,7	(+27,6)	2.784,2	(+117,6)	2.628,2 (+17,5)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	1,1	(-0,9)	1,3	(-0,4)	0,9	(-0,5)	2,0 (-0,8)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,9	(-0,0)	2,9	(+0,0)	2,9	(-0,0)	2,9 (-0,3)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	273,0	(+9,2)	269,9	(+5,1)	276,1	(+6,3)	263,8 (+2,8)
Programa para los mercados de valores	42,2	(-5,6)	43,9	(-4,0)	40,6	(-3,3)	47,9 (-4,9)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	29,9	(+1,7)	28,5	(-0,0)	31,2	(+2,7)	28,2 (+2,1)
Programa de compras de valores públicos	2.150,7	(+50,8)	2.126,5	(+18,9)	2.174,9	(+48,4)	2.099,9 (+12,3)
Programa de compras de bonos corporativos	199,0	(+15,6)	193,7	(+8,0)	204,4	(+10,7)	183,5 (+6,2)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	26,6	(+26,6)	0,0	(+0,0)	53,2	(+53,2)	0,0 (+0,0)
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 mantenimiento o de referencia anterior.

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020						Período de referencia anterior: 30 de octubre de 2019 a 28 de enero de 2020
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 29 de enero a 17 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 18 de marzo a 5 de mayo		Séptimo y octavo período de mantenimiento
Necesidades de liquidez agregadas¹	1.613,4	(+107,7)	1.532,6	(+18,3)	1.694,2	(+161,6)	1.505,7 (-53,7)
Factores autónomos netos²	1.477,8	(+106,3)	1.397,0	(+17,2)	1.558,5	(+161,6)	1.371,4 (-55,4)
Exceso de liquidez³	1.853,8	(+87,3)	1.751,3	(+7,5)	1.956,3	(+205,0)	1.766,5 (+31,3)

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 mantenimiento o de referencia 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 recuadro, 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)

	Período de referencia actual: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020						Período de referencia anterior: 30 de octubre de 2019 a 28 de enero de 2020
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 29 de enero a 17 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 18 de marzo a 5 de mayo		Séptimo y octavo período de mantenimiento
OPF	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)
Facilidad de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50 (-0,05)
EONIA ¹	-0,451	(+0,00)	-0,454	(-0,00)	-0,449	(+0,01)	-0,454 (-0,05)
€STR	-0,536	(+0,00)	-0,539	(+0,00)	-0,533	(+0,01)	-0,539 (-0,04)

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 mantenimiento o de referencia anterior.

1) Se calcula como el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) más 8,5 puntos básicos desde el 1 de octubre de 2019. Las diferencias en las variaciones del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonía) y del €STR se deben al redondeo.

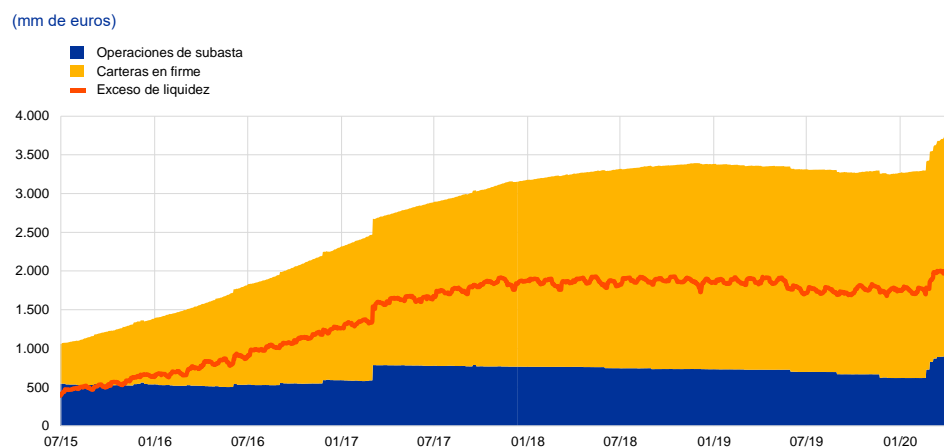
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —incluidas tanto las operaciones de subasta como las carteras mantenidas con fines de política monetaria— aumentó en 195 mm de euros, hasta un importe de 3.467,2 mm de euros (véase gráfico A). El incremento total del exceso de liquidez en los dos primeros períodos de mantenimiento de 2020 se debió, en proporciones similares, a las operaciones de subasta y a las compras en firme del Eurosistema. Las fuentes principales de esta liquidez adicional fueron las OFPML adicionales y las compras de activos en el

marco del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y del nuevo PEPP.

Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 5 de mayo de 2020.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta aumentó 97,7 mm de euros con respecto al período de referencia anterior. Aunque se mantuvo casi sin variación en el primer período de mantenimiento de 2020 (–1,8 mm de euros), aumentó 249 mm de euros en el segundo período de mantenimiento, debido principalmente a la financiación de 232,4 mm de euros recibida mediante las nuevas OFPML. Además, los reembolsos de las TLTRO II por importe de 93 mm de euros y la liquidez recibida en las TLTRO III por valor de 115 mm de euros se liquidaron el 25 de marzo, lo que supuso una inyección neta de liquidez de 19,2 mm de euros, en promedio, en el segundo período de mantenimiento. La liquidez inyectada a través de las operaciones principales de financiación (OPF) disminuyó 1,3 mm de euros con respecto al período de referencia anterior. Esta reducción se debió, sobre todo, a los elevados volúmenes de OPF durante dicho período anterior, que abarcaba el final del año, y es acorde, en general, con las variaciones del pasado año. El saldo vivo de las OFPML a tres meses descendió ligeramente (0,3 mm de euros).

Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron 97,3 mm de euros y pasaron de 2.628,2 mm de euros a 2.725,4 mm de euros, debido a la reanudación de las compras netas de activos aumentadas en el marco del APP, después del acuerdo de una dotación adicional de 120 mm de euros hasta el final de 2020 y del comienzo de las compras en el marco del nuevo PEPP. Las tenencias de valores adquiridos en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP) y del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) se incrementaron, en promedio, en 50,8 mm de euros (hasta 2.150,7 mm de euros) y en 15,6 mm de euros (hasta 199 mm de euros), respectivamente, en consonancia con los importes anunciados de las compras. Asimismo, el 26 de marzo, el Eurosistema inició sus adquisiciones en el marco del

nuevo PEPP. La liquidez media inyectada en este programa durante el segundo período de mantenimiento ascendió a 53,2 mm de euros al final del período, lo que equivale a compras semanales de casi 18 mm de euros.

Exceso de liquidez

El exceso medio de liquidez aumentó en 87,3 mm de euros y pasó de 1.766,5 mm de euros a 1.853,8 mm de euros (véase gráfico A). Este incremento es resultado de la creciente inyección de liquidez a través de las operaciones de política monetaria (incluidas las carteras en firme), que ascendió a 195 mm de euros, mientras que los factores autónomos absorbieron liquidez por valor de 106,3 mm de euros en la zona del euro.

Además, aunque el exceso de liquidez mantenido en la facilidad de depósito del Eurosistema aumentó, su peso relativo disminuyó nuevamente debido al sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de liquidez. Dado que solo los saldos que mantienen las instituciones financieras en cuentas corrientes, hasta el importe máximo permitido, están exentos de la aplicación de la remuneración negativa del tipo de la facilidad de depósito, las instituciones financieras continúan acumulando fondos en sus cuentas corrientes, que crecieron 85,5 mm de euros, en detrimento de la facilidad de depósito, que aumentó solo 1,8 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

El €STR se mantuvo prácticamente estable en los dos primeros períodos de mantenimiento. El Consejo de Gobierno mantuvo sin variación el tipo de interés de la facilidad de depósito y los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito del BCE durante este período. En consecuencia, el €STR permaneció estable en un nivel de -53,6 puntos básicos (+0,3 puntos básicos en comparación con el período de referencia anterior). El eonia, que desde octubre de 2019 se calcula sumando un diferencial fijo al €STR, evolucionó de forma paralela al €STR.

5 Evolución regional del mercado de trabajo durante la gran crisis financiera y la recuperación posterior

Vasco Botelho, Claudia Foroni y Lara Vivian

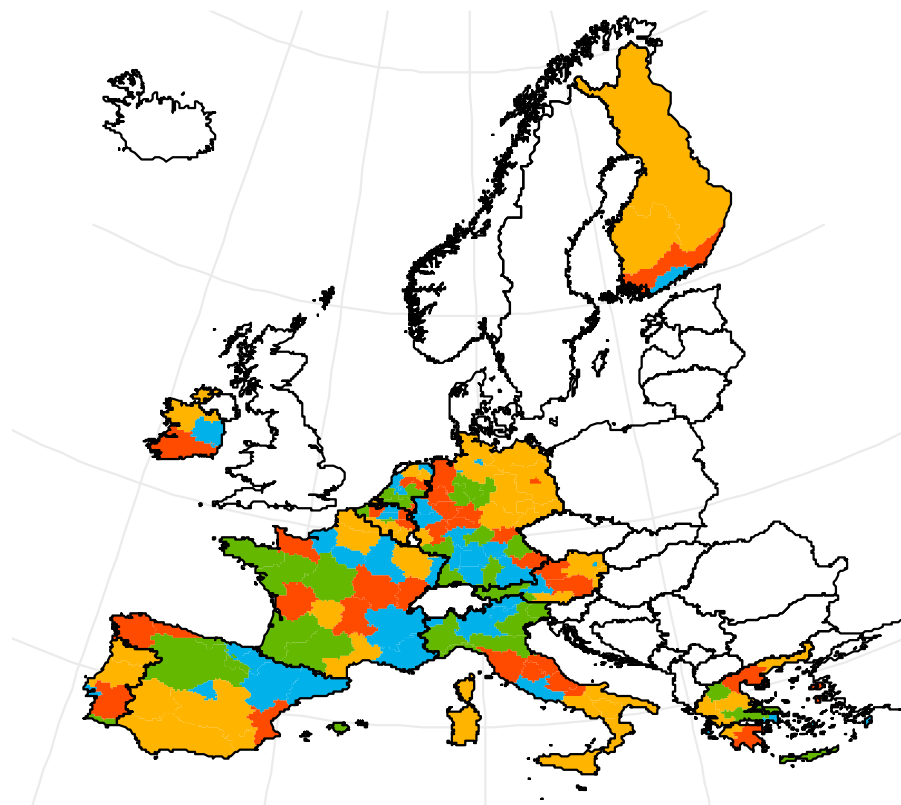
En este recuadro se analiza la evolución regional del factor trabajo en la zona del euro entre 2007 —año en el que se alcanzó el nivel máximo de actividad económica antes de la crisis financiera global— y 2018. Para el análisis se utilizan los indicadores regionales del mercado de trabajo disponibles en ARDECO, la base de datos regional anual de la Comisión Europea⁴². A efectos comparativos, las regiones se dividen en cuatro grupos (o cuartiles) diferenciados en función de la distribución del PIB per cápita de 2007 en cada país (véase figura A). Estos grupos se mantienen fijos a lo largo del tiempo.

⁴² La base de datos [ARDECO](#) fue creada por la Dirección General de Política Regional y Urbana de la Comisión Europea, y el Centro Común de Investigación se encarga de mantenerla y actualizarla. Este recuadro utiliza los datos actualizados a 7 de abril de 2020 y se centra en las regiones no ultraperiféricas clasificadas en el nivel 2 de la Nomenclatura de las Unidades Territoriales Estadísticas (NUTS 2) de 2016. Los países considerados en el análisis son Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Las cifras presentadas relativas al conjunto de la zona del euro se refieren a la agregación de las regiones de estos once países (zona del euro 11), que junto con Luxemburgo y Eslovenia componían la zona del euro en 2007.

Figura A

Zona del euro: distribución regional del PIB per cápita en 2007

- 25 % inferior
- 25 %-50 %
- 50 %-75 %
- 25 % superior



Fuentes: ARDECO y cálculos del BCE.

Nota: Las regiones se han agrupado en función de la distribución del PIB per cápita de 2007 en cada país.

En 2018, el total de horas trabajadas se había recuperado hasta alcanzar los niveles registrados antes de la crisis solo en las regiones del tramo superior de la distribución del PIB per cápita, mientras que, en las demás regiones, los niveles seguían siendo inferiores a los de 2007⁴³. La evolución de las horas totales trabajadas fue asimétrica durante el período 2007-2018 y, en las regiones correspondientes al 25 % inferior, se perdieron más empleos durante la fase recesiva de los que se ganaron durante la recuperación posterior (véase gráfico A)⁴⁴. Entre 2007 y 2018 el total de horas trabajadas se redujo un 5,6 % en las regiones del cuartil inferior, pero se incrementó un 3,2 % en las del cuartil superior. En los dos cuartiles intermedios, este total mostró un perfil similar al del

⁴³ Los resultados no están determinados por la asignación de las regiones a los distintos cuantiles de la distribución del PIB per cápita por país en 2007, dado que los resultados del análisis descrito en este recuadro siguen siendo válidos cuando las regiones se agrupan según la distribución del PIB per cápita de la zona del euro en su conjunto en 2007, o cuando se elimina un país del análisis.

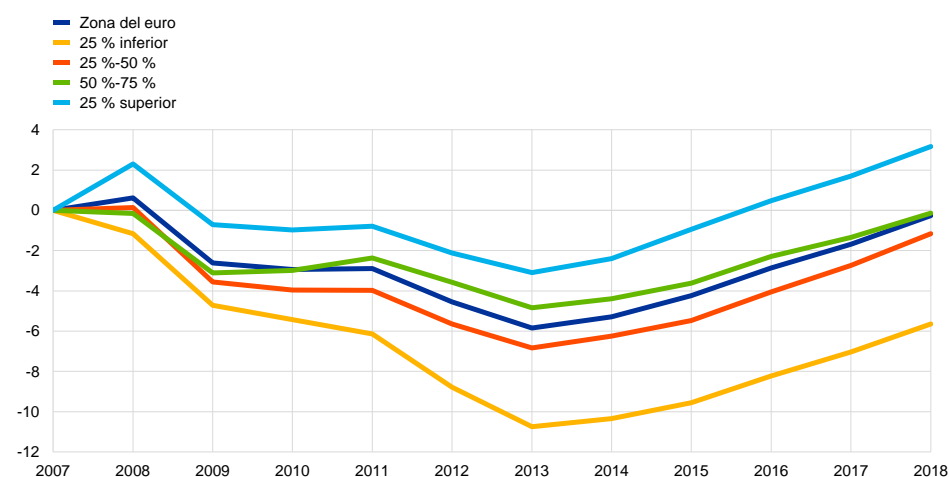
⁴⁴ Durante la fase de contracción (2007-2013), la tasa media de crecimiento interanual del total de horas trabajadas fue del -0,5 % en las regiones del 25 % superior, del -0,8 % en las del grupo situado por encima de la mediana, del -1,1 % en las del grupo inferior a la mediana y del -1,8 % en las correspondientes al 25 % inferior. En el conjunto de la zona del euro, el descenso medio interanual de las horas totales trabajadas se situó en el -0,97 % entre 2007 y 2013. Durante el período de recuperación, el ritmo de avance del total de horas trabajadas en las regiones del grupo del 25 % superior fue más rápido (1,2 %) que en las demás regiones (en torno al 1 % anual).

agregado de la zona del euro, y en 2018 había retornado a niveles cercanos a los observados en 2007. Como resultado, la proporción sobre las horas totales trabajadas de las regiones del cuartil superior aumentó 1,4 puntos porcentuales (del 38,7 % en 2007 al 40,1 % en 2018), mientras que en las regiones del cuartil inferior disminuyó 1,2 puntos porcentuales (del 23,2 % en 2007 al 22 % en 2018).

Gráfico A

Evolución regional del total de horas trabajadas entre 2007 y 2018

(eje de ordenadas: tasa de crecimiento logarítmico con respecto a los niveles observados en 2007)



Fuentes: ARDECO y cálculos del BCE.

Notas: Las regiones se han agrupado en función de la distribución del PIB per cápita de 2007 en cada país. Las cifras correspondientes a la zona del euro se agregan utilizando datos de los once países de la zona enumerados en la nota 1 a pie de página.

El menor descenso del total de horas trabajadas en las regiones más ricas durante la recesión, así como la evolución relativamente homogénea de las distintas regiones durante la recuperación, puede atribuirse a las variaciones de la tasa de empleo, a la disminución de las horas medias trabajadas durante el período de recesión y a las diferencias regionales en el crecimiento de la población durante los dos períodos, en consonancia con la migración de trabajadores de las regiones más pobres a las más ricas. El gráfico B muestra cómo contribuyeron los distintos factores a la dinámica del total de horas trabajadas en los cuatro grupos de regiones⁴⁵. Desde el punto de vista cuantitativo, la tasa de empleo es el determinante más importante de las variaciones del total de horas trabajadas, puesto que, en todos los grupos regionales, explica más del 50 % del descenso de las horas totales trabajadas durante el período de recesión y de su aumento durante la recuperación. La mayor contribución se produjo durante el período de recuperación de las regiones del 25 % inferior. La reducción de las horas medias trabajadas fue también un factor importante que influyó en la disminución del total de horas trabajadas durante el período de recesión en todas las regiones, aunque su estabilización regional después de 2013 limitó su impacto durante el período de recuperación. Los canales de la tasa de empleo y de las horas medias

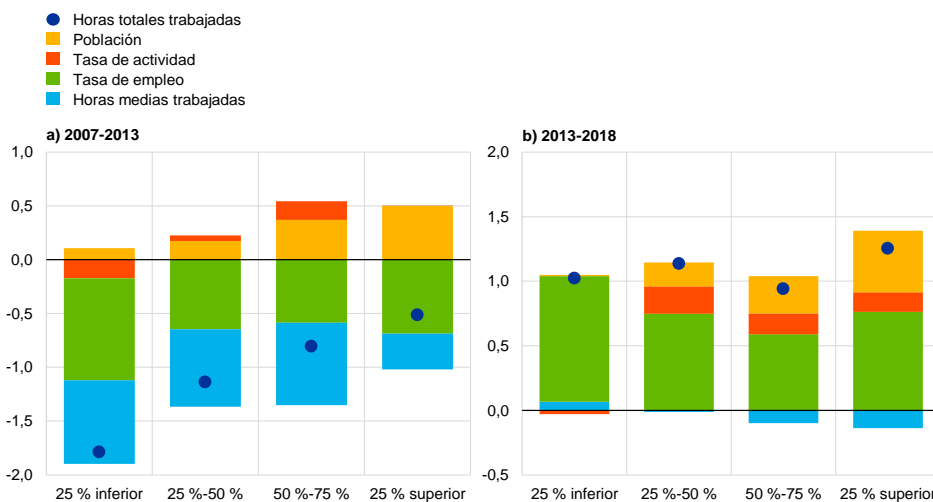
⁴⁵ Las variaciones de largo plazo en el total de horas trabajadas durante un período específico pueden reexpresarse como la suma de la tasa de crecimiento de la población durante ese período, de las variaciones de la tasa de actividad, de las variaciones de la tasa de empleo y de la tasa de crecimiento de las horas medias trabajadas por persona ocupada.

trabajadas evolucionaron de forma similar, en términos cualitativos, en todos los grupos regionales. La evolución de la tasa de actividad y del crecimiento de la población contribuyó con más intensidad al incremento del total de horas trabajadas en las regiones más ricas que en las más pobres. La tasa de crecimiento de la población aumentó monótonamente con la distribución del PIB per cápita, con tasas de crecimiento medias anualizadas que oscilaron entre el 0,1 % de las regiones situadas en el 25 % inferior y el 0,5 % de las regiones del 25 % superior, mientras que las diferencias en el crecimiento de la población entre regiones se acentuaron durante la fase de recuperación. Por último, la tasa de actividad reflejó las mismas variaciones que el crecimiento de la población, aunque su contribución fue cuantitativamente menor en los dos períodos. Estos patrones son acordes con la existencia de flujos migratorios de las regiones más pobres a las más ricas, con el consiguiente aumento de la población y de la tasa de actividad en estas últimas en detrimento de las primeras. Por otro lado, los flujos migratorios contribuyen a un repunte inicial de la tasa de empleo y de las horas medias trabajadas en las regiones más pobres, mientras que, en las más ricas, el impacto de la migración sobre estas dos variables puede verse mitigado o amplificado por factores de demanda.

Gráfico B

Determinantes de las variaciones de largo plazo en el total de horas trabajadas por regiones

(eje de ordenadas: contribución a la tasa de crecimiento del total de horas trabajadas, en %; eje de abscisas: grupos de regiones)



Fuentes: ARDECO y cálculos del BCE.

Notas: Las regiones se han agrupado en función de la distribución del PIB per cápita de 2007 en cada país. Las cifras correspondientes a la zona del euro se agregan utilizando los datos de los once países de la zona enumerados en la nota 1 a pie de página.

La ampliación de la brecha existente en la remuneración de los asalariados entre regiones obedece, principalmente, a la dispersión regional de las variaciones de largo plazo en el total de horas trabajadas, siendo las tasas de crecimiento de la remuneración por hora trabajada comparables, en términos generales, entre las distintas regiones (véase cuadro A). La proporción sobre la remuneración de asalariados de las regiones del 25 % superior aumentó en 0,7 puntos porcentuales entre 2007 y 2018, y pasó del 45,2 % en 2007 al 45,9 %

en 2018. En las regiones del 25 % inferior, el porcentaje se redujo en, aproximadamente, 0,9 puntos porcentuales durante el mismo período (del 18,1 % en 2007 al 17,2 % en 2018). Sin embargo, el incremento de la brecha en la remuneración de los asalariados entre regiones se debe, sobre todo, a la evolución regional del factor trabajo. La tasa de crecimiento de la remuneración por hora trabajada es, de hecho, comparable en todas las regiones y, durante el período de contracción, en las regiones correspondientes al 25 % más rico fue incluso más baja que en las demás. Esta evolución puede atribuirse al hecho de que la oferta de trabajo aumentó en las regiones ricas como resultado de los flujos migratorios no solo de las regiones más pobres a las más ricas, sino también de los procedentes de fuera de la zona del euro. La tasa de avance similar de la remuneración por hora trabajada en las distintas regiones puede estar relacionada con el fuerte incremento de la oferta de trabajo en las regiones más ricas y con el menor descenso de las horas medias trabajadas en las demás regiones durante el período de contracción. La evolución de la remuneración por hora trabajada también puede estar vinculada a la composición por países y sectores de los grupos regionales y, por tanto, al impacto de las políticas de empleo durante la gran crisis financiera y la recuperación posterior, como los programas de regulación temporal de empleo y los acuerdos sobre negociación colectiva⁴⁶.

Cuadro A

Crecimiento del total de horas trabajadas y de la remuneración de los asalariados en toda la zona del euro

	2007-2013 (tasa de crecimiento logarítmico anual, en %)			2013-2018 (tasa de crecimiento logarítmico anual, en %)		
	Remuneración de los asalariados (total)	Total de horas trabajadas	Remuneración por hora trabajada (media)	Remuneración de los asalariados (total)	Total de horas trabajadas	Remuneración por hora trabajada (media)
Total	0,47	-0,97	1,44	1,88	1,12	0,77
25 % superior	0,66	-0,51	1,17	1,98	1,25	0,73
Por encima de la mediana	0,72	-0,81	1,53	1,74	0,94	0,80
Por debajo de la mediana	0,39	-1,14	1,53	2,02	1,13	0,88
25 % inferior	-0,24	-1,79	1,55	1,66	1,02	0,64

Fuentes: ARDECO y cálculos del BCE.

Notas: Las regiones se han agrupado en función de la distribución del PIB per cápita de 2007 en cada país. Las cifras correspondientes a la zona del euro se agregan utilizando los datos de los once países de la zona enumerados en la nota 1 a pie de página.

En general, la evolución del total de horas trabajadas en la zona del euro entre 2007 y 2018 fue muy heterogénea entre regiones: las más ricas estuvieron menos afectadas por el período de recesión, mientras que las más pobres no lograron converger en la fase de recuperación. Estos patrones dispares entre regiones pueden atribuirse a las variaciones de la tasa de empleo, a la disminución

⁴⁶ Los programas de regulación temporal de empleo pueden haber influido en el aumento de la remuneración por hora trabajada al permitir mayor flexibilidad en la reducción de las horas medias trabajadas por los empleados durante el período de contracción y proteger al mismo tiempo los salarios de los trabajadores en ese mismo período. Asimismo, los acuerdos nacionales sobre negociación colectiva también pueden explicar, en parte, el mayor crecimiento de los salarios por hora observado en los dos cuartiles inferiores en comparación con las regiones de los dos cuartiles superiores.

de las horas medias trabajadas durante el período de recesión y a la estabilidad de las diferencias regionales en el crecimiento de la población durante los períodos de recesión y recuperación. La migración desde las regiones más pobres hacia las más ricas dentro de la zona del euro es probablemente uno de los factores que explican estas tendencias y, a su vez, podría haber contribuido a acentuar las diferencias regionales en la remuneración de los asalariados entre 2007 y 2018. Asimismo, la brecha entre las regiones más ricas y las más pobres en el crecimiento acumulado del total de horas trabajadas, del empleo y de la remuneración de los asalariados se amplió en varios países de la zona del euro entre 2007 y 2018, y se sumó a la heterogeneidad observada entre países en los patrones del mercado de trabajo. El impacto desigual sobre las horas totales trabajadas, el empleo y la remuneración podría estar relacionado también con las diferencias observadas en la composición sectorial de los distintos grupos de regiones, dado que los sectores que experimentaron la mayor caída del empleo y de los salarios acumulados suelen estar situados en las regiones con un nivel más bajo de PIB per cápita, mientras que los sectores prósperos se concentran, principalmente, en las regiones más ricas.

Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible

António Dias da Silva, Maarten Dossche, Ferdinand Dreher, Claudia Foroni y Gerrit Koester

Los programas de regulación temporal de empleo están siendo instrumentos clave para amortiguar el impacto económico de la pandemia de coronavirus (Covid-19). Varios países de la zona del euro han puesto en marcha programas de reducción de jornada o de suspensión temporal de empleo⁴⁷ o los han revisado, con el fin de limitar las pérdidas de ingresos de los hogares y los costes salariales de las empresas⁴⁸. Estos programas también prestan apoyo a la recuperación económica: preservan las relaciones laborales con el objeto de que los trabajadores estén disponibles y las empresas estén preparadas para reanudar la actividad cuando se levanten las medidas de confinamiento. Existe abundante evidencia de que programas de apoyo de este tipo frenan considerablemente las pérdidas de empleo en la zona del euro, en comparación con países en los que tales mecanismos son escasos (como Estados Unidos) o inexistentes⁴⁹. Estos programas están concebidos para subsanar caídas transitorias de la actividad y de la demanda, si bien deben equilibrarse con la necesaria reestructuración económica y la reasignación de empleo entre sectores y empresas.

En este recuadro se estiman las tasas de cobertura y se calculan las tasas de reemplazamiento de los programas de los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro. Estas economías representan más del 80 % de la remuneración de los asalariados de toda la zona. La combinación de las tasas de reemplazamiento con el número de personas acogidas a estos programas permite calcular el impacto de la reducción de jornada en la renta disponible de los hogares durante la pandemia. Para elaborar proyecciones macroeconómicas es importante comprender los efectos de los programas actuales y previstos de regulación temporal de empleo. Por consiguiente, es necesario realizar un seguimiento de su impacto cuando se disponga de más información sobre las coberturas reales.

Los efectos de los programas de reducción de las horas trabajadas sobre las pérdidas de renta varían en función de la proporción de la reducción de jornada. El gráfico A muestra que se prevé que un empleado medio sujeto a un

⁴⁷ Los cambios en los programas de regulación temporal de empleo existentes se han centrado, en general, en la tramitación más rápida de las solicitudes, en la ampliación del posible grupo de beneficiarios del programa, en la exención del pago de contribuciones a la Seguridad Social, en la ampliación de la cobertura a los trabajadores temporales o en la modificación de la duración del programa.

⁴⁸ A raíz de la propagación de la pandemia de coronavirus en Europa, la Comisión Europea también presentó una propuesta de Reglamento del Consejo relativo a la creación de un «Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE)».

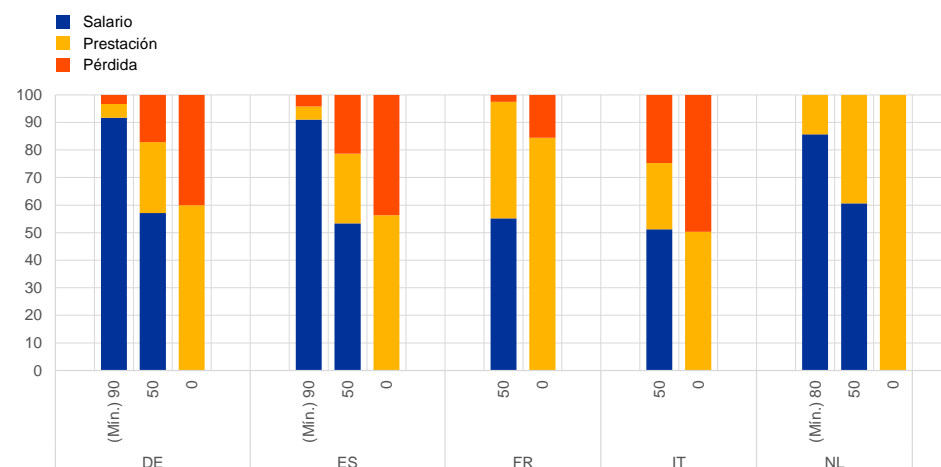
⁴⁹ Para un análisis de los programas de regulación temporal de empleo durante la crisis actual, véanse, por ejemplo, G. Giupponi y C. Landais, «Building effective short-time work schemes for the COVID-19 crisis», *VOX-EU*, 1 de abril de 2020, o A. Adams-Prassl, T. Boneva, M. Golin y C. Rauh, «Inequality in the Impact of the Coronavirus Shock: Evidence from Real Time Surveys», *IZA Discussion Paper Series*, n.º 13183, 2020.

programa de este tipo —por ejemplo, en Alemania⁵⁰, Italia o España— afronte una pérdida de salario neto de alrededor del 25 % si trabaja la mitad de su jornada laboral ordinaria y en torno al 50 % si se suspende su actividad (al margen de normas adicionales de empresas o sectores específicos). La duración máxima de los programas varía considerablemente de unos países a otros.

Gráfico A

Tasas de reemplazamiento de asalariados por niveles medios de ingresos salariales

(porcentaje de sueldos y salarios netos por asalariado en porcentaje de horas trabajadas en jornada ordinaria a tiempo completo)



Fuentes: Estimaciones del BCE basadas en normativa nacional y en información aportada por los bancos centrales nacionales. Notas: Los cálculos muestran los ingresos salariales netos de hogares sin hijos durante los primeros meses de percepción de la prestación. «Mín.» refleja la reducción mínima de las horas trabajadas exigida para obtener la prestación.

En función de cómo estén diseñados los programas nacionales, sus efectos sobre las medidas de la remuneración por asalariado y de la remuneración por hora trabajada pueden variar sustancialmente entre los países de la zona del euro. Mientras que, en Alemania y en España, las prestaciones se abonan directamente a los trabajadores, en los Países Bajos, Francia e Italia, los empresarios reciben un subsidio para financiar sus pagos a los empleados. Es posible que estos programas se reflejen de forma diferente en las estadísticas de los distintos países dependiendo de la clasificación establecida por Eurostat. Si los empleados cobran directamente las prestaciones y estas se registran como transferencias sociales, y los sueldos y salarios se reducen en proporción al número de horas trabajadas, estos programas pueden mostrar un descenso acusado de la remuneración por asalariado. En cambio, en los países en los que el programa se basa en un subsidio abonado a los empresarios, que siguen pagando todo el salario por menos horas trabajadas, el programa puede implicar una remuneración más alta por hora trabajada.

Es probable que en los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro haya un porcentaje considerable de empleados sujetos a reducciones de jornada o a regulaciones temporales de empleo. Las estimaciones preliminares (gráfico B) basadas en distintas fuentes sugieren que puede haber unos diez

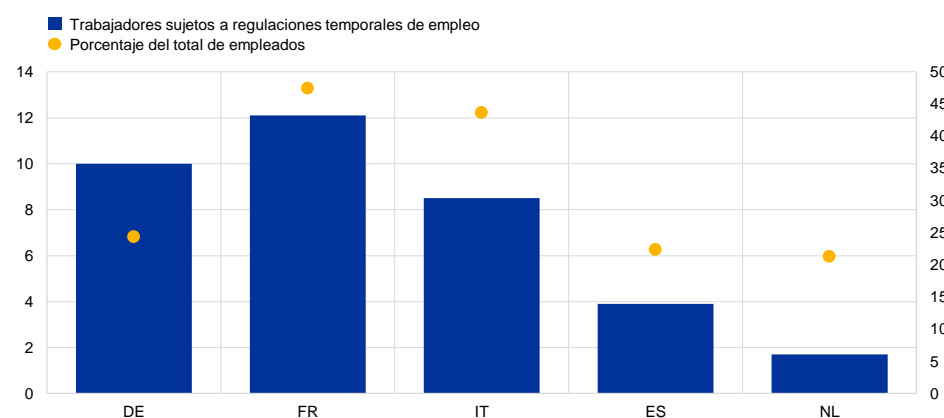
⁵⁰ En Alemania se prevé introducir normativa especial para 2020: a partir del cuarto mes de reducción de jornada, la proporción de pérdida de renta compensada por el programa aumenta al 70 % para los beneficiarios sin hijos a los que se les haya aplicado una reducción de jornada del 50 %, como mínimo.

millones de empleados acogidos a estos programas en Alemania (el 24 % de los asalariados) y alrededor de doce millones en Francia (el 47 %). Se estima que el número equivalente de trabajadores en esta situación es de 8,5 millones en Italia (el 44 % de los empleados), 3,9 millones en España (el 23 %) y 1,7 millones en los Países Bajos (el 21 %). Dado que algunos de estos países aún no han publicado datos oficiales, estas cifras deben considerarse con cautela. En este recuadro se utilizan con fines ilustrativos para calibrar los efectos renta de las medidas adoptadas. Además, las cifras probablemente constituyen un límite superior, reflejo de las tasas de cobertura durante el período de vigencia de las medidas de confinamiento. En este recuadro no se analizan las medidas adicionales de los Gobiernos dirigidas a ayudar a los trabajadores autónomos.

Gráfico B

Estimaciones del número de empleados sujetos a regulaciones temporales de empleo

(escala izquierda: millones de empleados; escala derecha: porcentaje de empleados)



Fuente: Estimaciones del BCE basadas en información proporcionada por el IAB (Alemania), Dares (Francia), el INPS (Italia), Factiva (España) y el UWV (Países Bajos).

Nota: Estimaciones basadas en los datos recopilados hasta mediados de mayo de 2020.

El impacto preciso de la reducción de la jornada de trabajo sobre la renta de los hogares es todavía incierto. El número de personas acogidas a programas de este tipo no solo ha ido cambiando con rapidez, sino que sigue sin conocerse la reducción exacta de las horas trabajadas por beneficiario. Para analizar la importancia de estos programas para la renta disponible de los hogares, en el gráfico C se presentan dos ilustraciones que muestran un período de impacto elevado (aplicable *durante* los confinamientos) y un período de impacto reducido (con medidas de contención relativamente menos estrictas y aplicable *después de* los confinamientos), basadas en cálculos para los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro. En general, las características de estos dos períodos están en línea con el escenario *intermedio* relativo a la actividad de la zona en el segundo trimestre de 2020, que contempla el levantamiento de las medidas de confinamiento estricto a lo largo de mayo de 2020⁵¹.

⁵¹ Véase el escenario intermedio en el recuadro titulado «Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2020.

Las prestaciones por regulación temporal de empleo están amortiguando de forma significativa el impacto del Covid-19 sobre la renta disponible de los hogares. Si no existiesen estas prestaciones, la caída de las rentas del trabajo de los hogares de la zona del euro resultante de la disminución de las horas trabajadas podría haber sido de hasta un –22 % durante los confinamientos (gráfico C, período de impacto elevado)⁵². No obstante, gracias a las prestaciones por regulación temporal de empleo, la caída de los ingresos salariales netos debería ser solo del –7 %, aunque se ha de reconocer que existen diferencias importantes entre trabajadores y países. Como las rentas del trabajo representan alrededor de dos tercios de la renta disponible de los hogares, cabe esperar que los programas de regulación temporal de empleo supongan un colchón de aproximadamente el 10 % de su renta disponible (esto es, sin tener en cuenta la renta mixta y las rentas de la propiedad). Tras la finalización de los confinamientos, el período de impacto reducido muestra que la pérdida de ingresos salariales netos podría descender hasta el –3 %, mientras que las prestaciones por reducción de jornada disminuirían con rapidez.

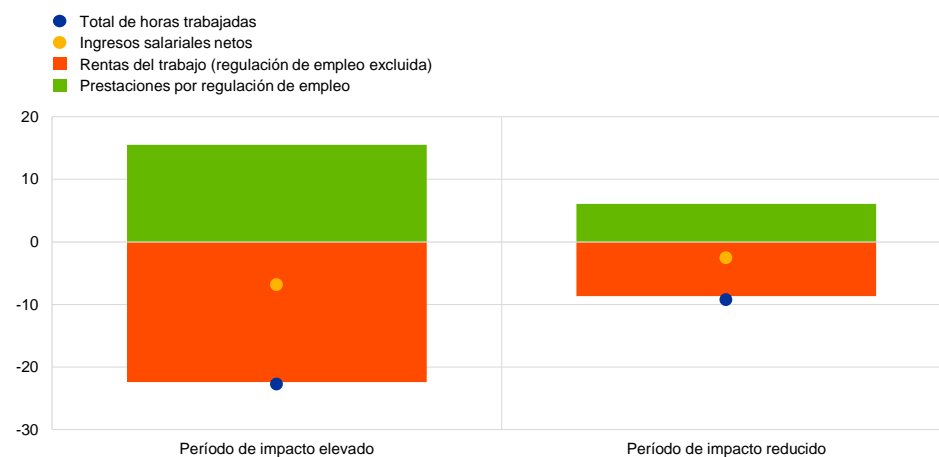
Dado que los programas de regulación temporal de empleo contribuyen a proteger el empleo durante la crisis, también atenúan la mayor incertidumbre sobre la evolución de las rentas. Estos programas no solo ayudan a que las familias conserven sus rentas, sino también a que las empresas mantengan su liquidez. En consecuencia, hasta que se inicie la recuperación económica, las pérdidas de empleo deberían ser menores. Las actuaciones de política pública también pueden contribuir a paliar los efectos adversos de la pandemia de coronavirus sobre el gasto de los hogares reduciendo la incertidumbre acerca de las rentas de los hogares.

⁵² Se supone que, por cada persona beneficiaria, las horas trabajadas se reducen un 75 %, en promedio. Este supuesto de reducción de jornada es, por ejemplo, mayor que la reducción real de las horas trabajadas de los beneficiarios de prestaciones por este motivo en Alemania durante la crisis financiera. No obstante, parece razonable, dada la considerable disminución de las horas trabajadas en varios sectores durante el confinamiento.

Gráfico C

Regulación temporal de empleo y rentas del trabajo en la zona del euro

(tasas de variación, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Las estimaciones del BCE para (los cinco países de mayor tamaño de) la zona del euro se basan en información preliminar sobre el número de trabajadores con regulación temporal de empleo proporcionada por el IAB (Alemania), Dares (Francia), el INPS (Italia), Factiva (España) y el UWV (Países Bajos).

Notas: El período de impacto elevado utiliza el número estimado de empleados con regulación temporal de empleo del gráfico B y parte de un supuesto de reducción de las horas trabajadas del 75 %, en promedio, por beneficiario. En el período de impacto reducido se considera solo a la mitad de los empleados afectados en el escenario de impacto elevado y una reducción menor de la jornada, del 60 %, en promedio, por beneficiario.

La crisis del Covid-19 y sus implicaciones para las políticas fiscales

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Nadine Leiner-Killinger

La pandemia de coronavirus (Covid-19) ha impuesto cargas sin precedentes a las economías y a las finanzas públicas de los países de la zona del euro que requerirán una respuesta contundente de la UE, además de las actuaciones emprendidas en el ámbito nacional. El 20 de mayo, la Comisión Europea publicó sus recomendaciones específicas por país en materia de política económica y fiscal en el marco del Semestre Europeo 2020⁵³. El 27 de mayo presentó propuestas para establecer un fondo de recuperación con el fin de impulsar la recuperación mediante inversiones y reformas estructurales en el futuro⁵⁴. En este recuadro se analiza cómo se están coordinando las políticas fiscales nacionales en el Semestre Europeo de este año y se explica que, para asegurar una recuperación uniforme de los países de la zona del euro y evitar la fragmentación, se necesitará un apoyo considerable, además del que ya se ha proporcionado a escala nacional.

En respuesta a la grave perturbación provocada por el Covid-19, todos los países de la zona del euro han introducido paquetes fiscales. Estos paquetes incluyen medidas discrecionales de estímulo fiscal, la concesión de garantías públicas a préstamos de instituciones financieras a empresas, y otras medidas de apoyo a la liquidez. Un componente importante de las medidas discrecionales adoptadas está relacionado con el apoyo a las empresas, en particular para proteger el empleo⁵⁵. Los países también han puesto el foco en el gasto sanitario y en medidas de apoyo a los desempleados y a otros grupos vulnerables a través de transferencias sociales. Por el lado de los ingresos, los aplazamientos de los pagos de impuestos y de cotizaciones sociales tienen por objeto, fundamentalmente, proporcionar apoyo a la liquidez de los hogares y las empresas. De acuerdo con las [Previsiones económicas de primavera de 2020](#) de la Comisión Europea, las medidas discrecionales de política fiscal ascienden al 3,25 % del PIB a escala agregada de la zona del euro. Además, la concesión de garantías públicas a préstamos a empresas y otras medidas de apoyo a la liquidez suponen en torno al 20 % del PIB de la zona del euro, según los planes presupuestarios de los Gobiernos recogidos en los programas de estabilidad que se publicaron a finales de abril⁵⁶. Sin embargo, estos planes ponen de manifiesto diferencias importantes en el tamaño de los paquetes adoptados en los distintos países, sobre todo en lo que respecta al importe de las garantías públicas otorgadas. Estas diferencias aumentan

⁵³ Para más detalles, véase [2020 European Semester: Country Specific Recommendations / Commission Recommendations](#). El Consejo ECOFIN aprobó estas recomendaciones el 9 de junio.

⁵⁴ Para más detalles, véase «[El momento de Europa: reparar los daños y preparar el futuro para la próxima generación](#)».

⁵⁵ Véase también el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», en este Boletín Económico.

⁵⁶ Para más información, véase [2020 European Semester: National Reform Programmes and Stability/Convergence Programmes](#).

el riesgo de una recuperación desigual en la zona del euro y de fragmentación entre las economías que la integran.

Para facilitar una respuesta inmediata de alcance suficiente para esta crisis excepcional, el 23 de marzo, el Consejo ECOFIN activó la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En caso de producirse una recesión económica grave en la zona del euro o en la UE en su conjunto, y siempre que no se ponga en peligro la sostenibilidad de la deuda, la activación de esta cláusula permite que los países se aparten de la exigencia de ajuste presupuestario que normalmente se aplicaría con arreglo a las reglas fiscales de la UE⁵⁷. El Consejo ECOFIN subrayó que el apoyo resultante debe concebirse, como consideren los Estados miembros, para ser oportuno, temporal y específico.

La profundidad de la perturbación causada por el Covid-19 y la magnitud de la respuesta de política fiscal han dado lugar a un drástico deterioro y heterogeneidad de las posiciones fiscales. A tenor de las previsiones económicas de primavera de 2020 de la Comisión Europea, el déficit presupuestario de la zona del euro aumentará hasta alcanzar el 8,5 % del PIB en 2020, desde el 0,6 % del PIB del año pasado. Aunque once países arrojaron superávits presupuestarios en 2019, se espera que todos los países de la zona del euro registren déficits superiores al valor de referencia del 3 % del PIB este año. Las previsiones señalan que Bélgica, España, Francia e Italia —que estaban entre los países con ratios elevadas de deuda pública en relación con el PIB cuando comenzó la crisis— serán los países con déficits más elevados (véanse gráficos A y B). Para el agregado de la zona del euro se prevé que esta ratio aumente de forma acusada — 16,7 puntos porcentuales, hasta el 102,7 % del PIB— en 2020, con una heterogeneidad considerable entre países. Los incrementos más pronunciados de las ratios de deuda se producirán en las economías en las que estas ratios se situaban en torno al 100 % del PIB al inicio de la crisis. Se espera que solo seis países de la zona del euro (Estonia, Luxemburgo, Letonia, Lituania, Malta y Eslovaquia) mantengan unas ratios de deuda inferiores al valor de referencia del 60 % del PIB en 2020. En 2021, bajo el supuesto de que las políticas no se modificarán, las ratios de déficit y de deuda en relación con el PIB descenderían, aunque permanecerían muy por encima de los niveles anteriores a la crisis.

La Comisión considera que ningún país de la zona del euro cumple el criterio de déficit público establecido en el Tratado actualmente, y que varios tampoco cumplen el criterio de deuda⁵⁸. Sin embargo, habida cuenta del grado de

⁵⁷ Para más detalles, véase la [Declaración de los ministros de Hacienda de la UE sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento habida cuenta de la crisis de la COVID-19](#) de 23 de marzo de 2020.

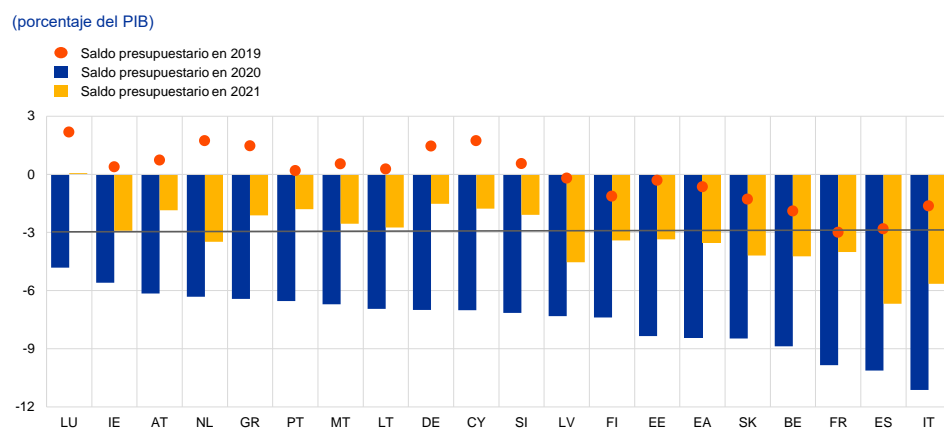
⁵⁸ La Comisión Europea adoptó un informe de conformidad con el artículo 126, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea para cada Estado miembro, a excepción de Rumanía (véase [Excessive deficit procedures – overview](#)). En estos informes se evalúa el cumplimiento del criterio de déficit por los Estados miembros en 2020 sobre la base de sus planes presupuestarios o de las previsiones económicas de primavera de 2020 de la Comisión Europea. La Comisión concluye que ningún país, excepto Bulgaria, cumple el criterio de déficit. Además, en los informes relativos a Bélgica, Chipre, Francia, Grecia, Italia y España también se examina el cumplimiento del criterio de deuda en 2019 a partir de los datos de cierre publicados. La Comisión considera que Bélgica, Francia y España no han cumplido el criterio de deuda, mientras que Chipre y Grecia sí lo han hecho. En cuanto a Italia, la Comisión Europea determina que no se dispone de evidencia suficiente sobre si cumple o no cumple el criterio de deuda.

incertidumbre excepcionalmente elevado existente acerca de la evolución económica, «particularmente a la hora de diseñar una orientación creíble para la política fiscal»⁵⁹, en estos momentos la Comisión no recomienda la apertura de procedimientos de déficit excesivo. La Comisión volverá a evaluar las situaciones presupuestarias de los Estados miembros en meses posteriores del año sobre la base de sus previsiones económicas de otoño de 2020 y de los proyectos de planes presupuestarios para 2021 de los países de la zona del euro.

Todos los países tendrán que seguir ayudando a sus economías a recuperarse de esta grave perturbación, al tiempo que deben seguir velando por la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo. En las recomendaciones de política fiscal de la Comisión para 2020-2021 se señala que, en línea con la cláusula general de salvaguardia, los países deben «tomar todas las medidas necesarias para combatir la pandemia, sostener la economía y respaldar la posterior recuperación de forma eficaz». Posteriormente, «cuando las condiciones económicas lo permitan», se recomienda a los países que apliquen «políticas fiscales que tiendan a alcanzar posiciones fiscales prudentes a medio plazo y garantizar la sostenibilidad de la deuda, fomentando al mismo tiempo la inversión». Cuando la grave contracción económica finalice, y antes de que surjan dudas sobre la sostenibilidad de la deuda en el medio plazo, habrá que suspender la aplicación de esta cláusula del Pacto y las políticas fiscales deberán reanudar los ajustes establecidos en él.

Gráfico A

Saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas, 2019-2021



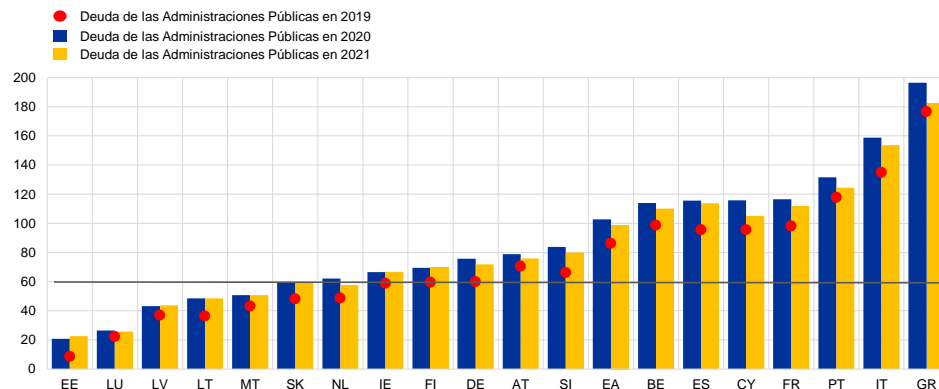
Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

⁵⁹ Véase la Comunicación de la Comisión: Semestre Europeo de 2020: Recomendaciones específicas por país.

Gráfico B

Deuda de las Administraciones Públicas, 2019-2021

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Es necesaria una respuesta europea contundente para apoyar la recuperación y evitar la fragmentación económica de la zona del euro, y ya se han dado los primeros pasos. Se han establecido mecanismos de protección para trabajadores, empresas y países, que representan un paquete de ayudas de hasta 540 mm de euros. En primer lugar, un instrumento de apoyo temporal para atenuar los riesgos de desempleo en una emergencia (SURE, por sus siglas en inglés) concederá préstamos a Estados miembros, y espera lograr fondos para financiar los programas de regulación temporal de empleo nacionales y parte del gasto sanitario mientras dure la emergencia. Se otorgarán préstamos a los Estados miembros por un importe máximo de 100 mm de euros con condiciones favorables, con cargo al presupuesto de la UE en la medida de lo posible y respaldados por las garantías aportadas por los Estados miembros⁶⁰. En segundo lugar, se creará un fondo de garantía paneuropeo de 25 mm de euros para potenciar las actividades del Banco Europeo de Inversiones (BEI). Esto permitiría apoyar la financiación empresarial con 200 mm de euros, también a través de los bancos nacionales de desarrollo⁶¹. En tercer lugar, como medida de apoyo a los países de la zona del euro, se ha establecido un instrumento de apoyo ante la crisis pandémica basado en la línea de crédito precautorio existente del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), la línea de crédito precautoria condicionada (ECCL, por sus siglas en inglés). Se concederá acceso a financiación por importe del 2 % del PIB de 2019 del Estado miembro respectivo, con una dotación total de 240 mm de euros. El único requisito para acceder a la línea de crédito es que los Estados miembros que la soliciten se comprometan a utilizarla para apoyar la financiación nacional de los costes directos e indirectos de la atención sanitaria, del tratamiento y de la prevención de la crisis del Covid-19⁶².

⁶⁰ Véase «Reglamento (UE) 2020/672 del Consejo, de 19 de mayo de 2020, relativo a la creación de un instrumento europeo de apoyo temporal para atenuar los riesgos de desempleo en una emergencia (SURE) a raíz del brote de COVID-19» (DO L 159 de 20.5.2020, p. 1).

⁶¹ Véase «El Consejo de Administración del BEI aprueba un fondo de garantía paneuropeo de 25.000 millones de euros como respuesta a la crisis de la COVID-19».

⁶² Véase «ESM Pandemic Crisis Support».

Con todo, es necesario realizar esfuerzos adicionales para preparar y apoyar la recuperación a escala de la UE. El 27 de mayo, la Comisión Europea presentó sus propuestas sobre un plan de recuperación que incluye un instrumento denominado «Next Generation EU», que está integrado en un marco financiero plurianual reforzado (MFF, por sus siglas en inglés). Este instrumento de recuperación podrá conceder subvenciones y préstamos por importe de 500 mm de euros y 250 mm de euros, respectivamente, a los Estados miembros, principalmente con el fin de apoyar las inversiones y las reformas estructurales. Se dará prioridad a las inversiones estratégicas a largo plazo con el objeto de favorecer la transición ecológica y digital. De cara al futuro es importante que los Estados miembros de la UE alcancen pronto un acuerdo sobre los importantes esfuerzos necesarios para apoyar sus economías.