

Recuadros

1

Tensiones de financiación en dólares estadounidenses y líneas swap entre bancos centrales durante la crisis del Covid-19

Gianluca Persi

Las condiciones de financiación en dólares estadounidenses (en adelante, dólares) comenzaron a tensarse hacia finales de febrero de 2020, cuando los desequilibrios entre oferta y demanda dieron lugar a un incremento de las primas de financiación en un entorno de volatilidad en los mercados financieros.

Este recuadro se centra en estas tensiones en el mercado de swaps de divisas, donde los participantes se prestan fondos entre sí en dos monedas (por ejemplo, euros y dólares) con el compromiso de volver a intercambiar esos fondos en una fecha posterior y a un tipo de cambio previamente acordado. En el recuadro se aporta evidencia del impacto positivo de las líneas swap entre bancos centrales sobre el funcionamiento del mercado de swaps EUR/USD. Estas líneas swap permiten al Euroistema proporcionar dólares a las entidades de crédito de la zona del euro¹⁴. El aumento de estas líneas swap y el subsiguiente suministro de dólares a través de operaciones de provisión de liquidez más frecuentes no solo ayudaron a las entidades de crédito a satisfacer sus necesidades inmediatas de financiación en esa moneda, sino que también respaldaron la actividad del mercado, dado que los bancos que participaron en estas operaciones estaban más dispuestos a intermediar y pasaron fondos que tomaron prestados del Euroistema a otros participantes en el mercado. Esto fue clave para reducir las tensiones en las condiciones de financiación en dólares y para restablecer el funcionamiento ordenado del mercado de swaps EUR/USD. El análisis se basa en datos de las operaciones de mercado recopilados a través de las estadísticas de los mercados monetarios (MMSR, por sus siglas en inglés) del BCE¹⁵.

En el contexto de elevada volatilidad en los mercados y de aversión al riesgo como consecuencia de la pandemia de coronavirus (Covid-19), el diferencial de los swaps EUR/USD (EUR/USD FX swap basis spread) —un importante

¹⁴ Las líneas swap entre bancos centrales permiten que un banco central (el BCE en este caso) reciba liquidez en moneda extranjera (dólares estadounidenses) del banco central emisor (la Reserva Federal), que retiene la moneda del banco central receptor (el euro) como garantía hasta el vencimiento. A su vez, el banco central receptor presta la liquidez en moneda extranjera que recibe a entidades de crédito nacionales a cambio de activos de garantía admisibles. De acuerdo con la [nota de prensa del BCE](#) publicada el 17 de junio de 2014, las operaciones de subasta en dólares ofrecidas por el Euroistema se llevan a cabo a tipo de interés fijo con adjudicación plena, es decir, el BCE satisface todas las pujas recibidas de las entidades de contrapartida a cambio de activos de garantía admisibles. En 2011, el BCE estableció, junto con el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá, el Banco de Japón, la Reserva Federal y el Banco Nacional de Suiza, un sistema de líneas swap que permiten a los bancos centrales participantes intercambiar las respectivas monedas. Para más información, véanse el [sitio web](#) del BCE y el [sitio web](#) de la Reserva Federal.

¹⁵ El conjunto de datos MMSR consiste en datos individualizados sobre cada operación de las 50 entidades de crédito de la zona del euro de mayor tamaño, en términos del valor de los activos del balance, incluida su actividad de swaps de divisas. Para más información, véase el [sitio web](#) del BCE.

indicador de los costes de financiación en dólares para las entidades de crédito europeas— aumentó de forma sustancial. El diferencial de los *swaps* de divisas es la diferencia entre el tipo de interés implícito medio de la financiación recibida en dólares en el mercado de *swaps EUR/USD* y el tipo de interés libre de riesgo del dólar, que está representado por el tipo del *overnight index swap* (OIS) del dólar. En condiciones normales de mercado, el diferencial de los *swaps* de divisas es reducido¹⁶ y solo refleja fricciones temporales en los mercados, como las relacionadas con las fechas de presentación de los balances. Sin embargo, desde finales de febrero, las entidades de crédito europeas incrementaron la prima que estaban dispuestas a pagar para asegurar la financiación en dólares en el mercado de *swaps EUR/USD*, lo que se tradujo en un diferencial de los *swaps* de divisas más amplio. Esta dinámica fue reflejo de un repunte considerable de la demanda de dólares, ya que los agentes atesoraban efectivo en previsión de posibles salidas de liquidez a la economía real. Las entidades de crédito y las empresas europeas que generalmente tienen una exposición significativa al dólar también se vieron afectadas. El 28 de febrero, el diferencial de los *swaps* de divisas a un día alcanzó los 25 puntos básicos, duplicándose en solo tres días. Al mismo tiempo, el diferencial de los *swaps* de divisas a tres meses se amplió a 49 puntos básicos el 3 de marzo, 30 puntos básicos por encima del nivel medio registrado en febrero de 2020 (véase gráfico A).

Pese al anuncio del aumento de las líneas swap entre bancos centrales el 15 de marzo, la prima para obtener financiación en dólares en el mercado de swaps EUR/USD continuó subiendo inicialmente, sobre todo en los plazos cortos. Dado el deterioro de las condiciones de financiación en dólares a escala mundial, el 15 de marzo la Reserva Federal, el BCE, el Banco de Japón, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Canadá anunciaron medidas coordinadas para aumentar la provisión de liquidez en dólares a través de los acuerdos permanentes de líneas *swap*¹⁷. El BCE anunció que el Eurosystema ofrecería operaciones con un vencimiento de 84 días a partir del 18 de marzo, además de las operaciones a siete días que ya se estaban ofreciendo. Asimismo, el precio de ambas operaciones se redujo 25 puntos básicos, hasta situarse en un nivel igual al tipo OIS del dólar más 25 puntos básicos. Este anuncio alivió poco las primas de financiación en dólares en el mercado de *swaps EUR/USD*, particularmente en los plazos cortos. Por tanto, los tipos de la financiación obtenida en dólares a corto plazo comenzaron a crecer exponencialmente y el diferencial de los *swaps* de divisas a un día alcanzó un máximo de 644 puntos básicos el 17 de marzo, la víspera de las primeras operaciones en dólares con las condiciones mejoradas de las líneas *swap*.

La adjudicación de las primeras operaciones en dólares del Eurosystema en condiciones de precios más favorables realizadas el 18 de marzo alivió significativamente las condiciones de financiación en dólares a corto plazo en el mercado de swaps EUR/USD, mientras que los plazos más largos se vieron menos afectados. El 18 de marzo, cuando se ofreció la operación en dólares con

¹⁶ Por ejemplo, los diferenciales de los *swaps* de divisas en plazos inferiores a tres meses se situaron, en promedio, por debajo del 0,2 % en enero y en febrero de 2020.

¹⁷ Para más información, véase la [nota de prensa del BCE](#) publicada el 15 de marzo de 2020.

vencimiento de 84 días por primera vez desde la primavera de 2014, el BCE adjudicó 76 mm de dólares a 44 participantes en la operación a 84 días y 36 mm de dólares a 22 participantes en la operación a siete días. La adjudicación total de 112 mm de dólares el 18 de marzo fue la de mayor importe en un único día desde 2008. Ambas operaciones fueron sustancialmente más baratas que los precios de mercado comparables y, según la información de los mercados, el sustancial volumen de fondos adjudicados y el elevado número de entidades de crédito participantes ayudaron a eliminar el posible estigma asociado a la participación de las entidades en estas operaciones. Después del anuncio de los resultados de las operaciones en dólares, las entidades informadoras que presentan información estadística sobre los mercados monetarios declararon unas primas de financiación en dólares considerablemente más bajas para las operaciones a corto plazo, y el diferencial de los *swaps* de divisas a un día cayó 476 puntos básicos, hasta situarse en 168 puntos básicos. En cambio, el diferencial de los *swaps* de divisas a tres meses se estrechó temporalmente, aunque en menor medida, y pasó de 157 a 107 puntos básicos, antes de repuntar de nuevo hasta los 144 puntos básicos el 19 de marzo. Ante las perspectivas altamente inciertas de los mercados relacionadas con posibles salidas abruptas de dólares, las entidades de crédito inicialmente atesoraron liquidez en esta moneda obtenida a través de la facilidad en dólares del Eurosistema. Únicamente una parte de esta liquidez se trasladó al mercado. Esto ocurrió fundamentalmente en los plazos más cortos, lo que limitó la reducción de las primas de financiación en dólares a más largo plazo.

Las condiciones no empezaron a mejorar de forma sostenida en todos los plazos hasta que se ofrecieron operaciones diarias en dólares a siete días a partir del el 23 de marzo¹⁸, que aliviaron la incertidumbre en torno a la disponibilidad de dólares. Los participantes en el mercado consideraron que las operaciones diarias eran útiles, ya que esta frecuencia reducía la incertidumbre en torno a la disponibilidad de dólares para satisfacer las necesidades de financiación diaria. Además de la introducción de las operaciones diarias en dólares con vencimiento de siete días, el Eurosistema continuó ofreciendo operaciones semanales con un plazo más largo, de 84 días, lo que aseguraba la disponibilidad de fondos en dólares para las entidades de crédito de la zona del euro durante un período más largo. Estas dos medidas combinadas respaldaron la transmisión gradual al mercado de la liquidez obtenida en las operaciones en dólares y fueron eficaces para reducir las primas de financiación en esta moneda¹⁹.

¹⁸ El 20 de marzo de 2020, la Reserva Federal, el BCE, el Banco de Japón, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Canadá anunciaron un aumento de la frecuencia de las operaciones a siete días, que pasaron a ser semanales en lugar de diarias. Estas operaciones diarias comenzaron el 23 de marzo de 2020, y su objetivo era incrementar en mayor medida la provisión de liquidez a través de los acuerdos permanentes de provisión de liquidez (*líneas swap*) en dólares. Para más información, véase la [nota de prensa del BCE](#) publicada el 20 de marzo de 2020.

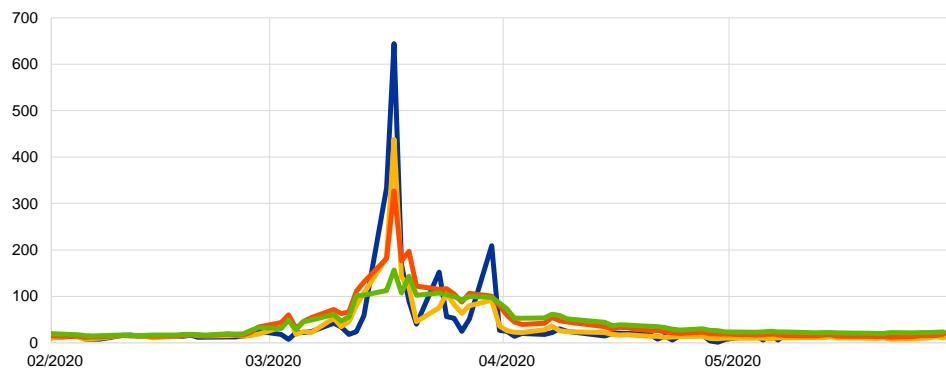
¹⁹ El efecto de las operaciones diarias y de las operaciones de subasta en dólares a largo plazo sobre las condiciones de financiación en dólares para las entidades de crédito de la zona del euro se analizó también en el [Boletín Mensual del BCE](#) publicado en agosto de 2014.

Gráfico A

Diferencial entre el tipo de financiación tomada en dólares en el mercado de swaps EUR/USD y el tipo de interés libre de riesgo del dólar

(puntos básicos)

- Diferencial a un día
- Diferencial a una semana
- Diferencial a un mes
- Diferencial a tres meses



Fuentes: BCE, MMSR y Bloomberg.

Notas: El tipo de interés libre de riesgo del dólar que se utiliza para los plazos a un día es el tipo efectivo de los fondos federales y, para el resto de los plazos, los tipos OIS del dólar. El tipo de interés de la financiación tomada en dólares es el tipo pagado por las entidades informadoras a efectos de MMSR para recibir dólares en el mercado de swaps EUR/USD a diferentes plazos. El tipo de financiación en dólares a un día en el mercado de swaps EUR/USD se basa en las operaciones *tomorrow/next*.

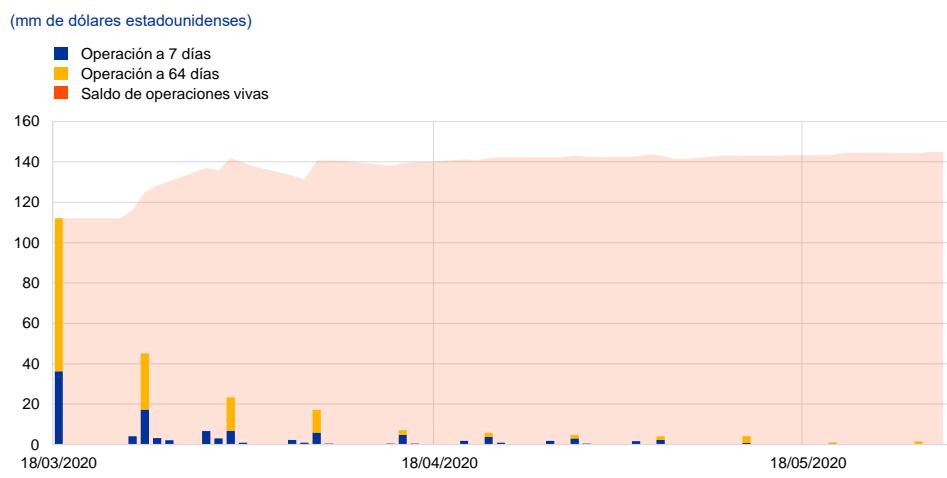
No obstante, los costes de financiación en dólares en el mercado de swaps EUR/USD se mantuvieron en niveles elevados en el período previo al final del primer trimestre. Dado que las entidades de crédito tienen que comunicar determinadas ratios regulatorias al cierre del trimestre, suelen ser reacias a ampliar sus balances por la actividad de intermediación que abarca el final del trimestre. El cierre trimestral de marzo es también el cierre fiscal para las entidades de crédito de algunas jurisdicciones, como Japón, donde el impuesto se determina en función del tamaño del balance. Así pues, el alivio aportado por las operaciones en dólares se redujo alrededor del final del trimestre. En consecuencia, la volatilidad de las condiciones de financiación en los mercados de swaps EUR/USD se mantuvo en el período anterior al final del trimestre, tanto en los plazos cortos como en los largos. El diferencial de los swaps de divisas a un día permaneció en un nivel más elevado que antes de la crisis del Covid-19 y repuntó al final del primer trimestre de 2020. El 30 de marzo alcanzó los 209 puntos básicos, 88 puntos básicos por encima del nivel registrado al final del primer trimestre de 2019. Mientras, el diferencial de los swaps de divisas a tres meses se situó en un promedio de 95 puntos básicos en la última semana de marzo, unas cinco veces más alto que el diferencial medio registrado en febrero de 2020.

Después de final del trimestre, la prima para obtener financiación en dólares en el mercado de swaps EUR/USD volvió a caer, las condiciones de financiación en esta moneda comenzaron a normalizarse y las operaciones en dólares del Eurosistema fueron perdiendo atractivo gradualmente, lo que se tradujo en una caída de la participación en estas operaciones. Los diferenciales de los swaps de divisas se normalizaron paulatinamente durante el mes de abril, en un entorno de mejora del clima de los mercados y de menor preocupación en torno a la disponibilidad de liquidez en dólares. Las primas de financiación en dólares a

corto plazo (entre un día y una semana) disminuyeron con rapidez después del final del trimestre y, a mediados de abril, retornaron casi a los niveles anteriores al estallido de la pandemia. Los diferenciales de los *swaps* de divisas a más largo plazo tardaron más en normalizarse, pero, a finales de abril, también se estabilizaron alrededor de los niveles registrados antes de la crisis. En línea con esta dinámica y con lo observado en otras jurisdicciones, las operaciones en dólares del Eurosistema comenzaron a perder su atractivo económico en abril. Por lo tanto, el uso de la facilidad en dólares del Eurosistema cayó considerablemente con el paso del tiempo. En la segunda quincena de mayo, el BCE adjudicó menos de 3 mm de dólares en total, es decir, 173 mm de dólares menos que durante la segunda quincena de marzo (véase gráfico B). El 21 de abril, el BCE no recibió pujas por primera vez desde el comienzo de las operaciones mejoradas en dólares. Las operaciones sin adjudicación fueron haciéndose más habituales posteriormente, lo que reflejó la normalización de las condiciones de financiación en dólares en el mercado de *swaps* EUR/USD.

Gráfico B

Adjudicación diaria y saldos de operaciones vivas en las operaciones en dólares del Eurosistema



Fuente: BCE.

El volumen negociado en el mercado de *swaps* EUR/USD mantuvo su solidez durante la crisis, y los participantes en el mercado aumentaron inicialmente su actividad en los plazos más largos en previsión de un endurecimiento de las condiciones de financiación en dólares. Los datos de las operaciones de las estadísticas de los mercados monetarios muestran un incremento significativo del volumen negociado para los plazos a más de un mes en las semanas anteriores al punto álgido de la crisis. Esto sugiere que, a medida que las condiciones de financiación en dólares comenzaron a deteriorarse, los participantes en el mercado intentaron asegurar la financiación en esta moneda a los precios vigentes en previsión de un endurecimiento adicional de las condiciones en los mercados. Los volúmenes negociados a más de un mes, incluidas las operaciones a plazo,

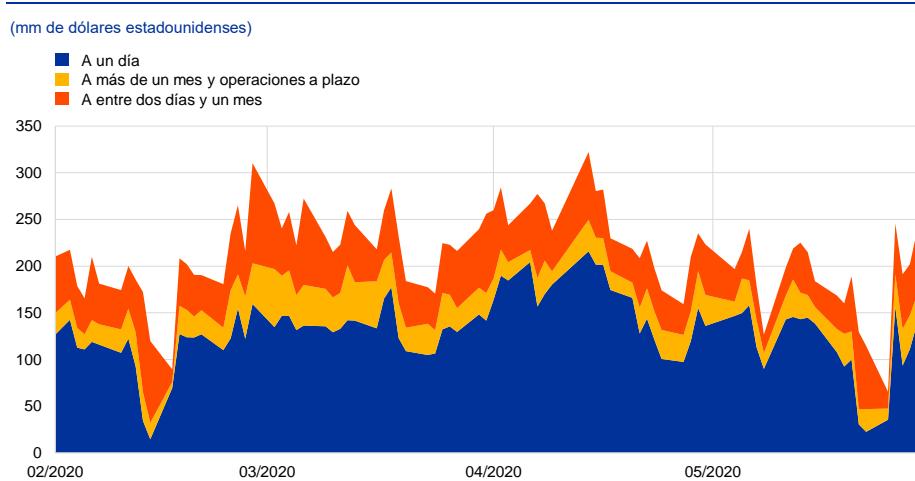
continuaron siendo elevados hasta el 19 de marzo²⁰, fecha de liquidación de la primera operación mejorada en dólares. Impulsado por el aumento de los volúmenes de negociación a más largo plazo, el volumen total diario negociado entre el 25 de febrero y el 19 de marzo se incrementó más de un tercio, en promedio, en comparación con el resto de febrero de 2020, hasta situarse en alrededor de 250 mm de dólares (véase gráfico C).

Las operaciones en dólares de los bancos centrales respaldaron el funcionamiento del mercado de swaps EUR/USD, dado que la financiación obtenida del Eurosistema en dólares encontró su salida al mercado. Sin embargo, se observó un desplazamiento general hacia los plazos más cortos. En conjunto, la actividad del mercado de swaps EUR/USD mantuvo su intensidad tras la introducción de las operaciones mejoradas de provisión de liquidez en dólares por los bancos centrales y registró un crecimiento adicional después del final del primer trimestre. Esto indica que los fondos que tomaron prestados los bancos en las operaciones del Eurosistema se transmitieron a otros participantes en el mercado, lo que ayudó a satisfacer la demanda adicional de dólares relacionada con la crisis. El aumento de la actividad del mercado de swaps EUR/USD registrado en abril se observó principalmente en los plazos cortos, debido a los elevados niveles de aversión al riesgo y la preferencia de los agentes por prestar los excedentes de liquidez en el mercado principalmente a plazos cortos. En concreto, el volumen de las operaciones a un día creció más de un 50 % después del final del primer trimestre, pasando de una media diaria de 118 mm de dólares en el primer trimestre de 2020 a una media diaria de 184 mm de dólares en el período comprendido entre del 1 y el 20 de abril. Por último, a finales de abril los volúmenes y la composición por plazos retornaron a los niveles anteriores la crisis.

²⁰ Entre el 25 de febrero y el 19 de marzo, las entidades informadoras a efectos de MMSR declararon un volumen de negociación medio diario de 45 mm de dólares en plazos superiores a un mes, incluidas las operaciones a plazo. Esta cifra fue un 50 % más elevada que la correspondiente al volumen de negociación medio diario de enero y febrero de 2020.

Gráfico C

Volumen diario de operaciones de swap EUR/USD, por plazos



Fuentes: BCE y MMSR.

Notas: El volumen diario de operaciones tiene en cuenta las operaciones tanto de toma como de concesión de financiación declaradas por las entidades informadoras a efectos de MMSR en el segmento del mercado de swaps EUR/USD.

Las entidades que participaron en las operaciones en dólares del Eurosistema traspasaron los fondos a otros participantes en el mercado, aliviando así las condiciones de financiación en dólares en el mercado de swaps EUR/USD, especialmente en los plazos cortos. En particular, los datos sobre las operaciones según MMSR muestran que un gran grupo de entidades de crédito de la zona del euro que participaron en las operaciones en dólares del Eurosistema aumentaron sus volúmenes diarios de préstamos en dólares a corto plazo de manera significativa. Concretamente, estos volúmenes de préstamos concedidos se incrementaron, en promedio, 34 mm de dólares entre el 1 y el 20 de abril, en un entorno de disminución de las primas de financiación en dólares. Dado que las entidades de crédito informadoras a efectos de MMSR se encuentran entre las de mayor tamaño de Europa, generalmente operan con un elevado número de entidades de contrapartida, lo que significa que es probable que los fondos en dólares hayan estado ampliamente repartidos²¹.

La provisión de dólares a través de las operaciones del Eurosistema permitió a las grandes entidades de crédito europeas restablecer su función de intermediación en dólares, que se había visto alterada por la crisis en marzo.

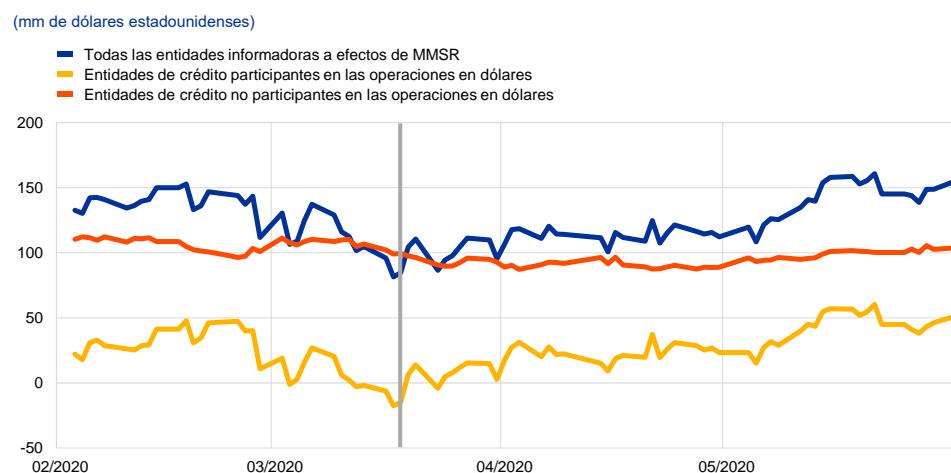
Las entidades informadoras a efectos de MMSR son intermediarios importantes en el mercado de dólares y proporcionan liquidez en dólares a otras entidades de contrapartida. En su conjunto, estas entidades informadoras suelen ser prestamistas netas de dólares en el mercado de swaps EUR/USD. Esto significa que tienen un excedente de dólares que, en épocas normales, se invierte en el mercado de swaps EUR/USD. Sin embargo, algunas entidades informadoras vieron que su posición prestamista neta —medida por la diferencia entre los volúmenes de dólares

²¹ Entre el 1 de septiembre de 2019 y el 17 de marzo de 2020, las entidades informadoras a efectos de MMSR proporcionaron financiación en dólares a una media diaria de 578 entidades de contrapartida diferentes en el mercado de swaps EUR/USD. Entre el 18 de marzo (cuando se introdujeron las líneas swap mejoradas) y el 30 de abril, el número medio diario de entidades de contrapartida que recibieron financiación en dólares de las entidades informadoras a efectos de MMSR aumentó a 648, lo que supone un incremento del 12 %, aproximadamente.

concedidos y tomados en préstamo por ellas en el mercado de swaps EUR/USD—se deterioró a medida que se intensificó la crisis, y el excedente de dólares neto total cayó de 153 mm de dólares a 82 mm de dólares (véase gráfico D). Además, las entidades informadoras a efectos de MMSR que participaron en las operaciones en dólares del Eurosistema representaron alrededor de tres cuartas partes del volumen total adjudicado en estas operaciones²². En conjunto, la posición prestamista neta de estas entidades descendió de forma muy significativa, e incluso se convirtieron en prestatarias netas de dólares en el mercado de swaps EUR/USD en el período anterior a la provisión de liquidez en dólares en condiciones mejoradas, mientras que la posición prestamista neta de las demás entidades informadoras solo disminuyó marginalmente. Después de que estas entidades informadoras participaran en las operaciones en dólares del Eurosistema, la posición prestamista neta total en el mercado de swaps EUR/USD comenzó a normalizarse y alcanzó la cifra de 161 mm de dólares el 21 de mayo, 79 mm de dólares más que durante el punto álgido de la crisis, el 17 de marzo. Esto sugiere que las operaciones en dólares resultaron eficaces para aliviar las tensiones del mercado y para compensar el efecto de las perturbaciones registradas durante la primera quincena de marzo, pues el funcionamiento de los mercados se recuperó gradualmente y las entidades de crédito pasaron a estar más dispuestas a intermediar. Por tanto, las líneas swap entre bancos centrales ayudaron a mitigar los efectos de las tensiones en el mercado de financiación en dólares, lo que respaldó la provisión de crédito bancario a los hogares y a las empresas, tanto internamente como en el exterior.

Gráfico D

Posición prestamista en dólares neta de las entidades informadoras a efectos de MMSR en el mercado de swaps EUR/USD



Fuentes: BCE y MMSR.

Notas: Posición neta de préstamos concedidos en dólares frente a euros. Las cifras se expresan en el equivalente a dólares multiplicando la posición prestamista neta en euros por el tipo de cambio al contado EUR/USD del día. Un valor negativo indica una posición prestataria neta en dólares. La línea gris representa el comienzo de las operaciones mejoradas en dólares, el 18 de marzo. Las entidades de crédito participantes son las entidades informadoras a efectos de MMSR que participaron en las operaciones en dólares entre el 18 de marzo y el 7 de abril de 2020.

²² El análisis se llevó a cabo a partir de los resultados de las operaciones en dólares del Eurosistema que se llevaron a cabo entre el 18 de marzo y el 7 de abril de 2020. El grupo de entidades informadoras a efectos de MMSR que se consideran entidades de crédito «participantes» son las que participaron en las operaciones en dólares del Eurosistema durante el mismo período. Las entidades informadoras sin participación o con una participación insignificante se incluyeron en el grupo de «no participantes».

2

El fuerte desplome del comercio en 2020 y el papel amplificador de las cadenas globales de valor

Simone Cigna y Lucia Quaglietti

En este recuadro se analizan los efectos económicos de la pandemia de coronavirus (Covid-19) transmitidos a través de las cadenas globales de valor (CGV). La economía mundial está afrontando una perturbación sin precedentes y, a medida que se materialice el impacto de la pandemia, su incidencia en el comercio internacional será particularmente acusada. En el recuadro se examina el papel de las CGV en la pandemia, con el fin de cuantificar sus efectos en los intercambios comerciales globales. Las conclusiones indican que estas cadenas podrían amplificar de forma significativa la caída del comercio mundial.

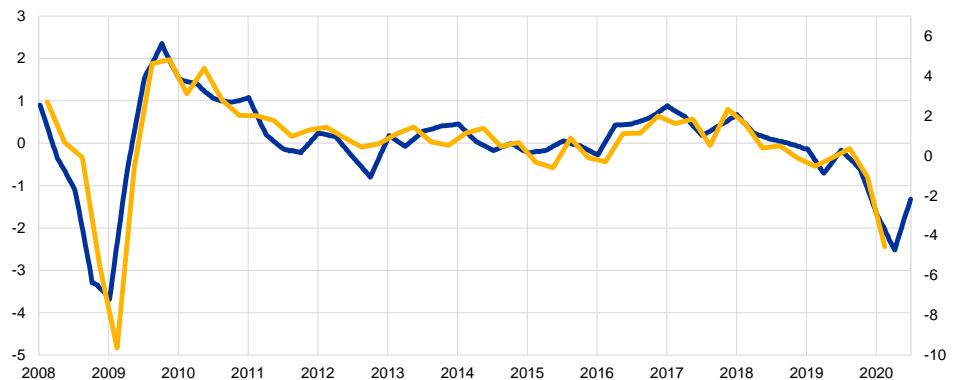
El comercio internacional ha experimentado una desaceleración acusada como consecuencia de la pandemia de Covid-19, y las cadenas de valor se han visto afectadas en todo el mundo. Los datos de las cuentas nacionales de las principales economías apuntan a una fuerte caída de las exportaciones y de las importaciones en el primer trimestre de 2020. Una nueva herramienta que hace un seguimiento semanal del comercio y que se basa en indicadores sobre intercambios comerciales disponibles oportunamente sugiere una contracción mayor en el segundo trimestre (véase gráfico A), aunque recientemente han aparecido algunos signos de recuperación. Según las [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema](#) de junio de 2020, las importaciones reales mundiales (excluida la zona del euro) retrocederán en torno a un 13 % este año, un ritmo sin precedentes, y volverán a registrar tasas de crecimiento positivas, del 8 % y el 4,3 %, en 2021 y 2022, respectivamente. Este retroceso también es atribuible, entre otros factores, a disrupciones en las CGV. La crisis del Covid-19 ha afectado a las cadenas de valor en Asia, Europa y América, y ha acrecentado el riesgo de que se produzca un efecto dominó con espirales adversas que podría amplificar el desplome del comercio mundial. El descenso pronunciado de las exportaciones de bienes intermedios de China a la mayor parte de los países de destino observado en el primer trimestre de 2020 (véase gráfico B) indica que las CGV ya se han visto ampliamente afectadas por las medidas de confinamiento aplicadas en ese país.

Gráfico A

Indicador semanal de comercio

(escala izquierda: desviaciones estándar de la media; escala derecha: tasas de variación intertrimestral)

- Indicador de comercio mundial (escala izquierda)
- Comercio mundial (escala derecha)



Fuentes: Haver y cálculos del BCE.

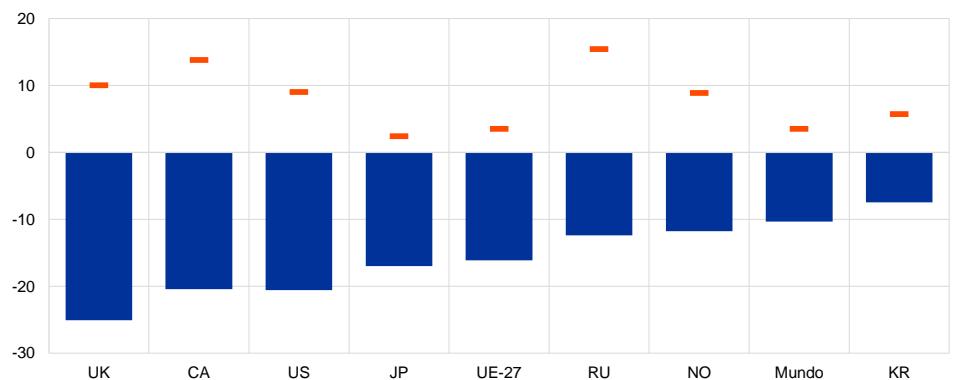
Notas: El indicador se basa en una regresión de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) sobre un componente principal de un panel reducido de indicadores semanales de comercio (incluidos retardos), varios indicadores mensuales, una constante y retardos de la variable dependiente. Los indicadores incluidos en el componente principal semanal se seleccionaron en función de su correlación con el comercio mundial, su disponibilidad y su puntualidad.

Gráfico B

Exportaciones de bienes intermedios de China

(tasas de variación interanual)

- 2020
- Mediana 2010-2019



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: Datos nominales. El gráfico incluye datos de enero a marzo de 2020. Se muestran los siguientes países: Reino Unido (UK), Canadá (CA), Estados Unidos (US), Japón (JP), los 27 Estados miembros de la Unión Europea (UE-27), Rusia (RU), Noruega (NO) y Corea del Sur (KR).

Los vínculos generados por las cadenas de suministro desempeñan una función importante en la transmisión de perturbaciones entre países. Aunque la expansión de las CGV lleva estancada desde la crisis financiera global de 2008, el comercio de bienes intermedios sigue siendo relevante, ya que representa más del 40 % de los intercambios comerciales mundiales. Esto tiene implicaciones sustanciales para la relación entre la demanda, el comercio y la producción. Los modelos tradicionales parten del supuesto de que las importaciones de un país dependen de su demanda interna. Sin embargo, en un mundo caracterizado por complejas cadenas internacionales de suministro, los cambios en la demanda en

terceros países son también un destacado factor determinante. En promedio, más del 20 % de las importaciones mundiales se utilizan como insumos en procesos de producción nacionales y se incorporan a bienes que posteriormente son reexportados. La intrincada red de vínculos creada por las cadenas de suministro también influye de forma notable en la propagación de perturbaciones entre países. Las perturbaciones de demanda en un país concreto pueden transmitirse en las fases iniciales (*upstream*) del proceso de producción a través de las redes globales de producción a los proveedores de insumos, y la perturbación inicial se ve magnificada por el denominado «efecto látigo» (*bullwhip effect*)²³, mientras que, a su vez, las disrupciones de oferta pueden propagarse en las fases finales (*downstream*) del proceso.

La propagación y el efecto amplificador de las perturbaciones de demanda asociadas a la pandemia pueden medirse a través de tablas *input-output globales*. Para valorar el papel que han desempeñado las CGV en la pandemia se realizaron dos análisis cuantitativos. El primero, un análisis estático, ofrece una aproximación de primer orden de la manera en que las perturbaciones de demanda relacionadas con el brote epidémico pueden propagarse a través de una CGV, intensificando el impacto sobre el comercio y la producción en el exterior. Los datos de las tablas *input-output* de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) de veinte importantes economías avanzadas y emergentes se utilizaron para realizar un seguimiento de las pérdidas de producción sectoriales provocadas por la pandemia a través de la estructura productiva global y para efectuar un análisis cuantitativo de la transmisión de las perturbaciones de demanda a través de las CGV²⁴. Los efectos de desbordamiento (*spillovers*) en las importaciones y las exportaciones se cuantificaron por separado a través de dos canales: a) efectos «directos» que se materializan como consecuencia del comercio tradicional, es decir, de los vínculos comerciales bilaterales, y b) efectos «indirectos»

²³ El «efecto látigo» está relacionado con una situación en la que una perturbación provoca una disrupción en la demanda de componentes cuyos efectos aumentan cuanto más *upstream* esté posicionada una empresa en la cadena de suministro. Las empresas se ven inducidas a ajustar sus inventarios a lo largo de la cadena de suministro para atender los nuevos niveles de demanda esperados. Para conocer evidencia empírica sobre este efecto, véase, por ejemplo, G. Alessandria, J. P. Kaboski y V. Midrigan, «[US Trade and Inventory Dynamics](#)», *American Economic Review*, vol. 101, n.º 3, mayo de 2011.

²⁴ Se ha realizado un seguimiento de las pérdidas sectoriales (estimadas por expertos del BCE) que podrían producirse en varias economías avanzadas y emergentes debido a la pandemia a través de la estructura productiva global. Para ello se han empleado datos de las tablas *input-output* globales de la OCDE. Como los sectores presentan diferencias en su grado de integración en las cadenas de producción internacionales, la respuesta del comercio mundial depende de la composición sectorial de las pérdidas en los distintos países. Se han calculado elasticidades parciales que, para cada país y sector, convierten las perturbaciones de demanda internas y externas asociadas a la pandemia en cambios proporcionales en la producción y en las importaciones y exportaciones de bienes finales e intermedios con origen y destino en todos los países y sectores. Sobre la base de estas elasticidades, las pérdidas relacionadas con la pandemia se han calculado por separado para las importaciones y las exportaciones. El análisis se ha centrado en la amplificación de las perturbaciones de demanda generadas por la pandemia. En los casos en los que la actividad de los sectores nacionales y exteriores se restringe simultáneamente, el margen de amplificación de disrupciones en las cadenas de suministro causadas por las CGV es menor. Para más información sobre la metodología, véase R. Bems, R. Johnson y K. M. Yi, «[Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession](#)», *IMF Economic Review*, Issue 58, n.º 2, 2010.

que tienen su origen en las fluctuaciones de la demanda en terceros países y que afectan a los bienes intermedios que cruzan al menos dos fronteras²⁵.

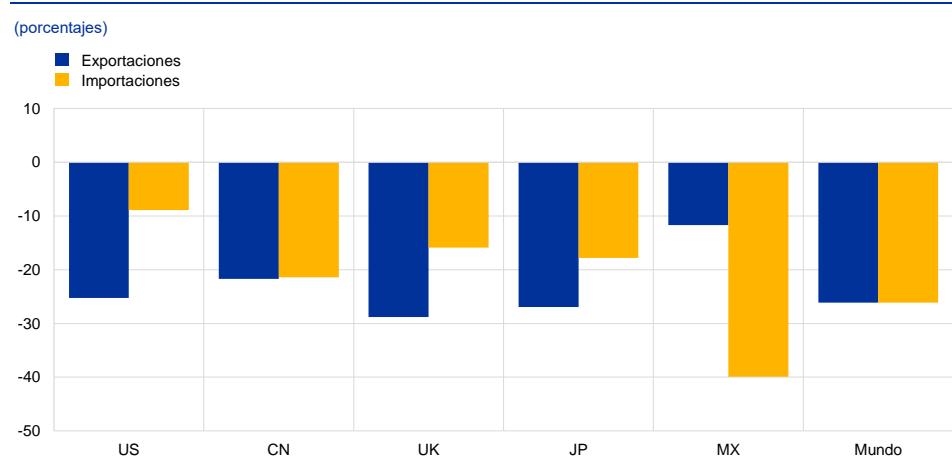
Los vínculos generados por las CGV podrían amplificar de forma significativa el retroceso del comercio internacional. En el gráfico C se presentan estimaciones de los efectos de amplificación generados a través de los vínculos con origen en las cadenas de suministro en porcentaje de la contracción del comercio que se produce por el canal directo. En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, los vínculos creados por las CGV podrían ampliar un 8 % y un 20 % la caída de las importaciones y de las exportaciones, respectivamente. Los efectos de desbordamiento podrían ser mayores en China, Japón y Reino Unido, especialmente para las importaciones. En cuanto a la economía mundial, a corto plazo, las CGV podrían incrementar en torno a un 25 % la disminución de las importaciones y de las exportaciones derivada de los vínculos directos (es decir, el comercio tradicional). Corea del Sur, Alemania y China —núcleos importantes en las cadenas de suministro— son responsables del 20 % de la reducción total estimada de las exportaciones mundiales resultante de los vínculos indirectos. No obstante, a medida que la economía mundial se recupere en los próximos trimestres, los vínculos creados por las CGV podrían impulsar el comercio internacional. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, el comercio mundial repuntará más rápido que la actividad global.

Es probable que los efectos de desbordamiento asociados a las CGV también afecten a la actividad, y el impacto real dependerá de las posiciones relativas de cada país en dichas cadenas. Por ejemplo, en países que se sitúan *downstream* en la cadena de valor, como México, las importaciones podrían caer más que las exportaciones (véase gráfico C), lo que proporcionaría un pequeño impulso a la actividad en términos netos. Ello se debe al hecho de que la producción de este país es especialmente dependiente de los insumos importados, que posteriormente se reexportan como productos terminados. En cambio, en países posicionados *upstream* en las CGV, como el Reino Unido, el efecto en la actividad probablemente sea negativo porque las exportaciones disminuirán más que las importaciones.

²⁵ Esto es acorde con la definición de CGV de A. Borin y M. Mancini, «Follow the Value Added: Tracking Bilateral Relations in Global Value Chains», noviembre de 2017.

Gráfico C

Reducciones resultantes de los efectos de desbordamiento relacionados con las CGV



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las reducciones adicionales que podrían producirse en cada país como consecuencia de los efectos de desbordamiento relacionados con las CGV. Estos efectos se expresan en porcentaje de las pérdidas que, según las estimaciones, se producirían a través del comercio tradicional (es decir, importaciones y exportaciones de: 1) bienes finales, y 2) bienes intermedios utilizados en la producción con fines de absorción interna). El gráfico se refiere a las repercusiones a corto plazo de los efectos de desbordamiento asociados a las CGV. Los países incluidos son los siguientes: Estados Unidos (US), China (CN), Reino Unido (UK), Japón (JP) y México (MX).

El segundo ejercicio cuantitativo indica que las CGV ya se vieron afectadas en el primer trimestre de 2020. En concreto, el análisis se centró en determinar si las exportaciones de países posicionados *upstream* en la cadena de valor china resultaron afectadas por las restricciones a la actividad y las perturbaciones de demanda relacionadas con la pandemia de Covid-19 que se produjeron en China en febrero de 2020. Las estimaciones se basan en un modelo de panel mensual que incluye 37 países y 22 sectores. Los cambios registrados en las exportaciones totales de bienes intermedios de cada sector y país se regresan sobre una variable resultante de multiplicar una variable ficticia —a la que se da un valor de 1 en febrero de 2020 (es decir, una aproximación de la perturbación provocada por el Covid-19 en China)— y una medida de la posición en la cadena con respecto a China calculada para cada par sector-país²⁶. El análisis sugiere que los países situados *upstream* en la cadena de valor con respecto a China han sido los más perjudicados, con un descenso de las exportaciones de alrededor del 3,8 % en cada fase productiva a medida que se asciende en la cadena de suministro. El limitado período de tiempo disponible sobre el que observar el efecto considerado requiere una interpretación prudente de los resultados. Con todo, confirman la amplificación generada por las CGV. Por otra parte, el detalle de los resultados por región sugiere que, hasta ahora, la caída de la demanda china ha afectado principalmente a sus socios comerciales en la cadena de valor asiática.

²⁶ El índice de posición en la cadena de suministro (que refleja la proximidad a las fases iniciales de la CGV) se ha obtenido calculando el número de fases intermedias de la producción de cada exportación por sector-país anteriores a la absorción en China. En concreto, el índice se construye asignando el valor 1 a la parte de la producción de un país/sector determinado vendida directamente a consumidores finales en China, el valor 2 a la parte de la producción vendida a consumidores en China después de que otro sector lo haya utilizado como bien intermedio, etc. El índice se calcula utilizando datos nominales de las tablas *input-output* de la edición de 2015 de la base de datos Trade in Value Added, de la OCDE. Por lo tanto, es probable que los datos sean sensibles a efectos en los precios. Véase A. Ferrari, «Global Value Chains and the Business Cycle», febrero de 2019.

El brote de Covid-19 ha puesto de manifiesto la interdependencia de los países en lo que respecta al suministro de insumos y de bienes finales. El análisis presentado en este recuadro sugiere que los efectos de desbordamiento asociados a las CGV podrían intensificar la caída del comercio mundial e incrementarían aproximadamente un 25 % los efectos que podrían derivarse de los vínculos bilaterales. El análisis econométrico corrobora esta conclusión, lo que apunta a que los proveedores de China posicionados *upstream*, en particular los de la cadena de valor asiática, podrían haber sido los más afectados por el desarrollo de la pandemia en China. Es posible que la disrupción relacionada con el Covid-19 tenga repercusiones a más largo plazo para las cadenas globales de suministro, lo que conduciría a una revisión y a una relocalización sustancial de los procesos de producción.

3

Impacto de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en respuesta a la crisis del Covid-19

John Hutchinson y Simon Mee

Desde marzo de 2020, la gravedad de las repercusiones económicas y financieras de la crisis generada por el coronavirus (Covid-19) es cada vez más evidente. El BCE ha respondido con un contundente paquete de medidas específico y proporcional a la magnitud sin precedentes de la crisis, así como de naturaleza temporal, ya que se espera que la emergencia y sus consecuencias se reabsorban con el tiempo. Estas medidas han respaldado la liquidez y las condiciones de financiación en la economía de la zona del euro, han evitado las espirales más adversas entre la economía real y los mercados financieros, y han apuntalado la confianza. También se espera que contribuyan de forma significativa a asegurar que la inflación de la zona del euro avance de manera sostenida hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.

Impacto de las medidas de política en las condiciones financieras

En este recuadro se analiza el impacto de la respuesta del BCE a la crisis, haciendo especial hincapié en las compras de activos y en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés). La respuesta de política monetaria del BCE se ha centrado en abordar tres aspectos clave: i) la estabilización de los mercados, una condición imprescindible para evitar la fragmentación y salvaguardar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en toda la zona del euro; ii) el suministro de abundante liquidez por parte del banco central para respaldar la provisión de crédito a la economía real, y iii) asegurar que la orientación general es, suficientemente acomodaticia²⁷.

Cuando se hizo patente la gravedad de la crisis generada por la pandemia, los inversores reajustaron sus carteras, lo que hizo que la liquidez se agotara en varios mercados de valores y que la demanda de activos seguros se incrementara. La fuerte caída de los índices de los mercados de renta variable y de renta fija, junto con el aumento de los costes de financiación en los mercados para las empresas, contribuyó a un endurecimiento notable de las condiciones financieras entre mediados de febrero y mediados de marzo de 2020. En este

²⁷ Para un análisis más detallado, véase P. R. Lane: i) «[Pandemic central banking: the monetary stance, market stabilisation and liquidity](#)», discurso pronunciado en el Policy Webinar del Institute for Monetary and Financial Stability, 19 de mayo de 2020; ii) «[The ECB's monetary policy response to the pandemic: liquidity, stabilisation and supporting the recovery](#)», discurso pronunciado en el Financial Center Breakfast Webinar, organizado por Frankfurt Main Finance, 24 de junio de 2020; iii) «[Expanding the pandemic emergency purchase programme](#)», *The ECB Blog*, Banco Central Europeo, 5 de junio de 2020 y iv) «[The monetary response to the pandemic emergency](#)», *The ECB Blog*, Banco Central Europeo, 1 de mayo de 2020. Véase también I. Schnabel: i) «[The ECB's monetary policy during the coronavirus crisis – necessary, suitable and proportionate](#)», intervención en el Petersberger Sommerdialog, 27 de junio de 2020, y ii) «[The ECB's policy in the COVID-19 crisis – a medium-term perspective](#)», discurso pronunciado en el seminario *online* organizado por la Florence School of Banking & Finance, 10 de junio de 2020.

entorno había un riesgo muy tangible de espirales de liquidez adversas y de correcciones excesivas de los precios de los activos en muchos mercados que, de materializarse, pondrían en peligro la estabilidad financiera e impedirían la transmisión de la política monetaria.

En una unión monetaria, una percepción de mayor riesgo puede dar lugar a una dinámica de huida hacia activos seguros mediante reasignaciones entre mercados de deuda soberana. Dado que los rendimientos soberanos suelen servir de referencia para fijar los precios de los activos y los tipos de interés de los préstamos, la volatilidad de los diferenciales soberanos por causas no fundamentales dificulta la transmisión de la política monetaria al conjunto de la zona del euro.

El anuncio en marzo del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), con su flexibilidad inherente, ha tenido un poderoso efecto estabilizador de los mercados. Las medidas de política encaminadas a aliviar las restricciones de balance del sector privado resultan especialmente eficaces en períodos de aumento de las tensiones en los mercados. En este sentido, el anuncio del PEPP frenó el endurecimiento de las condiciones financieras que se había producido hasta entonces. Se restauró así la transmisión crucial de las variaciones de los tipos swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) a la curva de rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro ponderados por el PIB, que habían estado estrechamente relacionadas hasta marzo de 2020 y cuya transmisión se había visto cada vez más dificultada por la crisis del Covid-19 (véase gráfico A). De hecho, tras el anuncio del PEPP, la reducción de la fragmentación y la caída asociada del rendimiento de la deuda soberana ponderado por el PIB fueron considerables.

Gráfico A

Determinantes de los rendimientos soberanos de la zona del euro y de Estados Unidos

(puntos porcentuales)

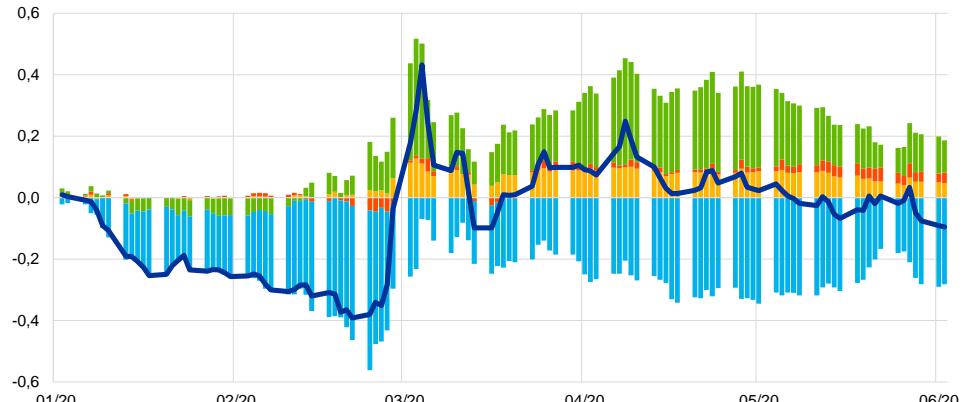
— Rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderados por el PIB

— Bélgica, Irlanda, Francia, Austria, Finlandia

— Alemania, Países Bajos

— Grecia, España, Italia, Portugal

— Contribución del tipo OIS



OIS

Bélgica, Irlanda, Francia, Austria, Finlandia

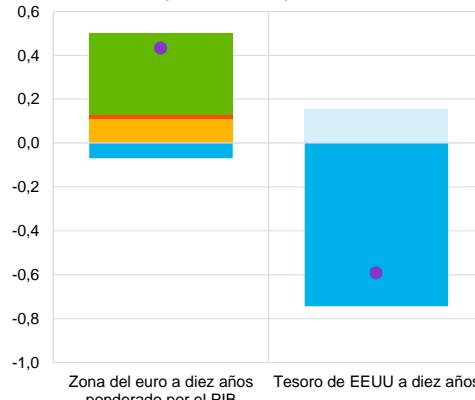
Alemania, Países Bajos

Grecia, España, Italia, Portugal

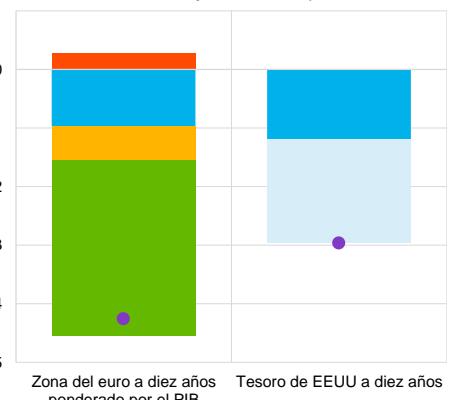
Diferencial Tesoro EEUU – OIS

Variación total

Variación: 15 de enero (propagación del Covid-19) a 18 de marzo (antes del PEPP)



Variación: 18 de marzo (PEPP) a 5 de junio (después de la reunión del Consejo de Gobierno)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: «Tesoro de EEUU a diez años» significa «rendimiento de títulos del Tesoro estadounidense a diez años».

Por otra parte, la provisión de abundante liquidez por parte del banco central para apoyar el flujo de crédito a la economía real ha sido otro de los pilares de la respuesta de política monetaria del BCE a la crisis del Covid-19. Esto tiene particular relevancia en la zona del euro, donde las entidades de crédito desempeñan un papel fundamental en la intermediación financiera. La provisión de liquidez por parte del banco central se articula mediante programas con y sin objetivo específico. En el caso de los primeros, los ajustes introducidos en las operaciones TLTRO III en abril de 2020 incluyeron un tipo de interés notablemente más favorable para dichas operaciones durante el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021. Esta medida se sumó a la decisión tomada en marzo de

2020 de incrementar el importe máximo de financiación que las entidades de contrapartida pueden obtener en las TLTRO III²⁸. En consecuencia, las entidades de crédito que participaron en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2020 señalaron que, en términos netos, las TLTRO III están teniendo un efecto de relajación de las condiciones ofrecidas a los prestatarios, así como un impacto neto positivo en sus volúmenes de crédito concedido, especialmente en los volúmenes previstos para los seis meses siguientes. Los cambios en las condiciones de las TLTRO III fueron seguidos de una fuerte expansión de la financiación de las entidades de crédito obtenida del banco central. En la TLTRO III de junio de 2020, los bancos solicitaron fondos por un total de 1.308 mm de euros, el mayor importe adjudicado hasta la fecha en una sola operación de financiación. En cuanto a los programas sin objetivo específico, en marzo de 2020, el BCE anunció operaciones de financiación a plazo más largo adicionales (OFPML adicionales), con el fin de proporcionar un apoyo de liquidez inmediato al sistema financiero de la zona del euro, y, en abril de 2020 una serie de operaciones de financiación a plazo más largo sin objetivo específico de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés). Las operaciones PELTRO actúan como mecanismo de respaldo garantizando liquidez suficiente y unas condiciones adecuadas en los mercados monetarios en respuesta a la crisis²⁹.

Una vez alcanzados los objetivos de estabilizar los mercados y de mantener la provisión de crédito a la economía real, y después de tener más claras las ramificaciones de la crisis de la pandemia para las perspectivas macroeconómicas de referencia, el ajuste del PEPP de junio de 2020 logró reforzar la orientación acomodaticia general de la política monetaria. En consonancia con el doble objetivo del PEPP de revitalizar las etapas iniciales de la transmisión de la política monetaria y de relajar la orientación general de esta, y en respuesta a la revisión a la baja de la inflación durante el horizonte de proyección debido a la pandemia, la recalibración del PEPP de junio de 2020 ha reforzado en mayor medida la orientación general de la política monetaria para adaptarla a las perspectivas de inflación a medio plazo. Mediante sus compras de activos, el BCE absorbe el riesgo de duración que asumen los inversores y, de esta forma, potencia los efectos de su política de tipos de interés negativos y de sus indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales (*forward guidance*), ejerciendo

²⁸ En concreto, el tipo de interés de las TLTRO III durante el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021 es 50 puntos básicos más bajo que el tipo de interés medio aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema durante ese mismo período. Para las entidades de contrapartida para las que la variación neta de sus préstamos computables alcance el umbral de concesión de préstamos, el tipo de interés durante el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021 puede llegar a ser 50 puntos básicos inferior al tipo de interés medio aplicable a la facilidad de depósito durante ese mismo período. El importe máximo de financiación es el 50 % de sus préstamos computables.

²⁹ Las PELTRO son siete operaciones de financiación que comenzaron el 20 de mayo de 2020 y tienen plazos de vencimiento escalonados entre julio y septiembre de 2021. Estas operaciones se llevan a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, a un tipo de interés 25 puntos básicos inferior al tipo medio aplicable a las operaciones principales de financiación durante el período de vigencia de cada PELTRO.

presión a la baja sobre los tramos a medio y largo plazo de la curva de rendimientos³⁰.

Se estima que las decisiones sobre el PEPP adoptadas en marzo y junio de 2020, sumadas a la ampliación del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) acordada en marzo de 2020, han reducido en casi 45 puntos básicos el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB³¹. Sin embargo, es probable que estas estimaciones sean conservadoras, ya que se basan en estimaciones de la elasticidad de los rendimientos soberanos a las compras en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés). La evidencia obtenida de estudios de eventos, que examinan la reacción de los mercados financieros a los anuncios relativos al PEPP, sugiere que la elasticidad de los rendimientos a las compras del PEPP es mayor que la observada en relación con el PSPP, lo que apunta a una posible infravaloración del efecto en los rendimientos. La mayor elasticidad podría obedecer a la flexibilidad inherente al diseño del PEPP, que lo convierte en una herramienta eficaz en un entorno de tensiones en los mercados, ya que puede asignar de forma temporal compras a los segmentos del mercado en los que esas adquisiciones son más necesarias³². Por lo tanto, sin el PEPP, los rendimientos soberanos podrían haber ascendido a niveles aún más elevados.

Impacto macroeconómico

Las medidas de política del BCE han contrarrestado el endurecimiento de las condiciones financieras que la economía de la zona del euro tuvo que afrontar como consecuencia de la crisis del Covid-19 y, por tanto, han resultado esenciales para prestar apoyo a la economía real y, en última instancia, a la estabilidad de precios. Este apoyo se produce en dos dimensiones generales: i) el reforzamiento de las perspectivas de crecimiento e inflación a medio plazo, y ii) la supresión de riesgos de cola en torno al escenario de referencia.

³⁰ Para un análisis más exhaustivo del riesgo de duración, véase P. R., Lane «[The yield curve and monetary policy](#)», intervención en la conferencia pública para el Centro de Finanzas y el Departamento de Economía de la University College London, 25 de noviembre de 2019.

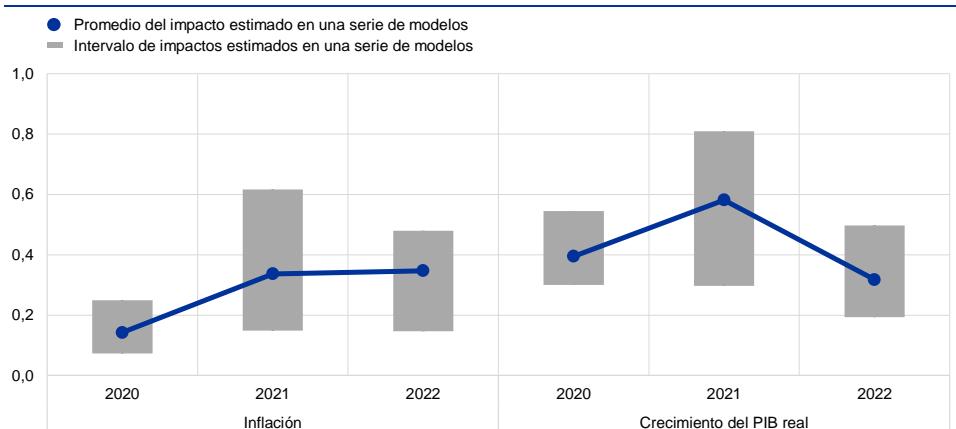
³¹ Esta estimación tiene en cuenta la dotación total de 750 mm de euros del PEPP anunciada en marzo, la ampliación de la dotación en 600 mm de euros anunciada en junio y las adquisiciones temporales por valor de 120 mm de euros adicionales en el marco del APP hasta el final de 2020 anunciadas en marzo.

³² El hecho de que las compras de activos tengan una incidencia mayor en episodios de tensiones en los mercados es compatible con el planteamiento teórico propuesto por D. Vayanos y J. Vila, «A preferred-habitat model of the term structure of interest rates», *NBER Working Paper*, n.º 15487, 2009. Al mismo tiempo, un aumento de las tensiones en los mercados puede causar segmentación del mercado y dificultar los reajustes de las carteras, como se ha observado en el caso del primer programa de compra de activos a gran escala (LSAP1) en Estados Unidos (véanse: A. Krishnamurthy y A. Vissing-Jorgensen, «The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2011, pp. 215-265; A. Krishnamurthy y A. Vissing-Jorgensen, «The Ins and Outs of LSAPs», *mimeo*, Banco de la Reserva Federal de Kansas City, 2013, y S. D'Amico y T. B. King, «Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases: Evidence on the Importance of Local Supply», *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n.º 2, 2013, pp. 425-448). En C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto, «*Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*», *ECB Working Paper*, n.º 1864, 2015, los autores analizan el APP del BCE, que se puso en marcha durante un período de escasas tensiones en los mercados, y constatan que los canales de oferta local tienen un papel más limitado que los canales de duración y de riesgo de crédito.

En lo que respecta al reforzamiento de las perspectivas de crecimiento e inflación a medio plazo, los expertos del BCE estiman que, conjuntamente, el PEPP, la ampliación del APP y los recientes ajustes de las TLTRO III sumarán en torno a 1,3 puntos porcentuales acumulados al crecimiento del PIB real de la zona del euro durante el horizonte de proyección y aportarán cerca de 0,8 puntos porcentuales acumulados a la tasa de inflación interanual en ese mismo horizonte (véase gráfico B). Al mismo tiempo, pese a que la transmisión de la política monetaria suele producirse con un retardo, no debe subestimarse el impacto positivo sobre la confianza de los consumidores y las empresas resultante de una actuación rápida y contundente durante una crisis, que puede acelerar y facilitar la transmisión de la política monetaria al crecimiento y la inflación.

Gráfico B

Impacto estimado de las decisiones adoptadas por el BCE desde marzo de 2020 (PEPP, ampliación del APP y ajustes de las TLTRO) sobre la tendencia central de la inflación y la actividad económica



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El impacto estimado en una serie de modelos se refiere al promedio de una serie de modelos utilizados por el Eurosistema para simulaciones de política, un modelo BVAR (véase M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint-Guilhem y J. Yiangou, «A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20», Working Paper Series, n.º 2346, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2019), el modelo NAWM-II y el modelo ECB-BASE.

Estas estimaciones no recogen completamente los beneficios de evitar espirales adversas entre la economía real y los mercados financieros que pueden generarse en una crisis económica como la causada por el Covid-19, en la que la principal contribución de la política monetaria es eliminar los riesgos de cola en torno a las perspectivas macroeconómicas de referencia.

La evidencia econométrica sugiere la existencia de no linealidades importantes en la reacción macroeconómica a perturbaciones que afectan a las condiciones financieras. Dicho de otro modo, el impacto de una determinada variación de las condiciones financieras depende de la situación de la economía. Esto significa que, en condiciones de fuertes tensiones en los mercados financieros, la presencia de fricciones financieras y de restricciones de balance implica graves no linealidades que pueden hacer que un endurecimiento de las condiciones financieras tenga efectos contractivos mucho más acusados. Habida cuenta de la gravedad de la perturbación asociada a la crisis del Covid-19, cabría esperar que un endurecimiento de las condiciones financieras en el entorno actual tuviera un impacto varias veces mayor que el reflejado por las elasticidades medias utilizadas

en el gráfico B para cuantificar el impacto de la política. Por lo tanto, las medidas de política monetaria destinadas a contrarrestar ese deterioro de las condiciones financieras realizarían una aportación mayor a la estabilidad de precios que la que reflejan las elasticidades estándar derivadas de las condiciones más normales en las que se basa la cuantificación antes citada.

En conjunto, las medidas del BCE han constituido una respuesta eficaz y eficiente a la crisis del Covid-19 y, dadas las condiciones actuales, son proporcionadas y contribuyen al cumplimiento del mandato de estabilidad de precios del BCE. La eficacia de la actuación del BCE queda claramente patente en la mejora de las condiciones de financiación para el conjunto de la economía, y el despliegue de una combinación de compras de activos y de operaciones TLTRO refleja el hecho de que son herramientas eficientes en las circunstancias actuales. Además, son medidas proporcionales a los graves riesgos para el mandato del BCE, ya que se espera que el impacto neto de la crisis del Covid-19 en las perspectivas de inflación a medio plazo sea considerablemente desinflacionista. Aunque el BCE realiza un seguimiento constante de los efectos secundarios de sus políticas, los argumentos a favor de la orientación acomodaticia de la política monetaria a través del PEPP han sido contundentes, puesto que, sin esas medidas, el objetivo de estabilidad de precios del BCE habría estado expuesto a riesgos a la baja adicionales.

4

Mercados de renta variable en la zona del euro y cambio en las expectativas de recuperación económica

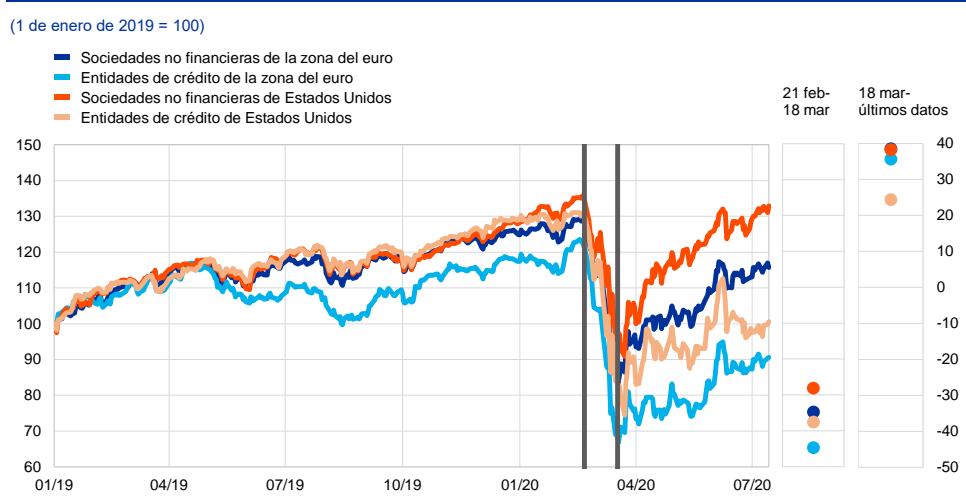
Miguel Ampudia, Daniel Kapp, Kristian Kristiansen y Cornelius Nicolay

Evolución reciente de los precios de las acciones y expectativas de crecimiento de los beneficios

Debido a las consecuencias económicas esperadas de la propagación del coronavirus (Covid-19) por todo el mundo y a la considerable incertidumbre asociada, los precios de las acciones de la zona del euro cayeron más de un 30 % entre febrero y mediados de marzo de 2020 (véase gráfico A). Al mismo tiempo, las condiciones de liquidez empeoraron significativamente, como refleja la acusada ampliación de los diferenciales entre los precios de compra y de venta (*bid-ask spreads*) —una dinámica que no se limitó a los mercados de renta variable—.

Gráfico A

Precios de las acciones de la zona del euro y de Estados Unidos



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: El índice de la zona del euro es el Dow Jones Euro Stoxx amplio, y el de Estados Unidos, el S&P 500. Las líneas verticales marcan (de izquierda a derecha) el viernes anterior al inicio de las turbulencias en los mercados financieros relacionadas con el coronavirus (21 de febrero de 2020) y el anuncio del PEPP (18 de marzo de 2020). La última observación corresponde al 14 de julio de 2020.

Con el anuncio del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), los precios de las acciones de la zona del euro comenzaron a recuperarse (véase gráfico A) y el funcionamiento de los mercados ha pasado a niveles más cercanos a los normales, con una disminución acusada de los *bid-ask spreads*. Las cotizaciones, especialmente las de las sociedades no financieras (SNF) de Estados Unidos, también mejoraron considerablemente, impulsadas por las medidas adoptadas por los bancos centrales y los Gobiernos en muchos países. La recuperación de los precios de las acciones parece incluso más vigorosa si se analiza atendiendo a la distribución histórica de

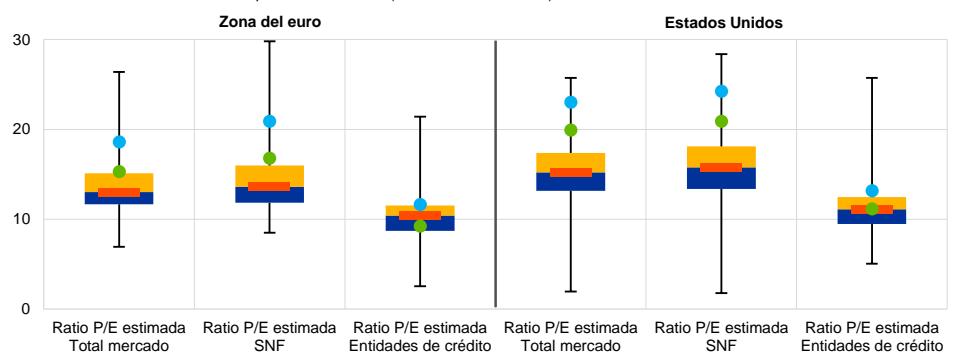
indicadores de valoración estimados o prospectivos (véase gráfico B). Debido a los ajustes en las expectativas de beneficios a corto plazo y a la casi normalización de las primas de riesgo de las acciones, las ratios precio/beneficio (ratios P/E, por sus siglas en inglés) estimadas de las sociedades no financieras se sitúan actualmente por encima de los niveles anteriores a la irrupción del Covid-19. Aunque este es también el caso de las entidades de crédito de la zona del euro, sus valoraciones se mantienen más contenidas. Sin embargo, a la luz de los rápidos ajustes recientes de las expectativas de beneficios, el valor informativo de los indicadores precio/beneficio debería tomarse con cautela.

Gráfico B

Indicadores de valoración de las acciones según criterios contables

(distribuciones desde 1987)

- Última valoración (14 de julio de 2020)
- Percentil 25-50
- Percentil 50-75
- Mediana
- Valoración anterior a la irrupción del Covid-19 (21 de febrero de 2020)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La ratio P/E estimada para la zona del euro se ha registrado mensualmente desde 1987. La última observación corresponde al 14 de julio de 2020.

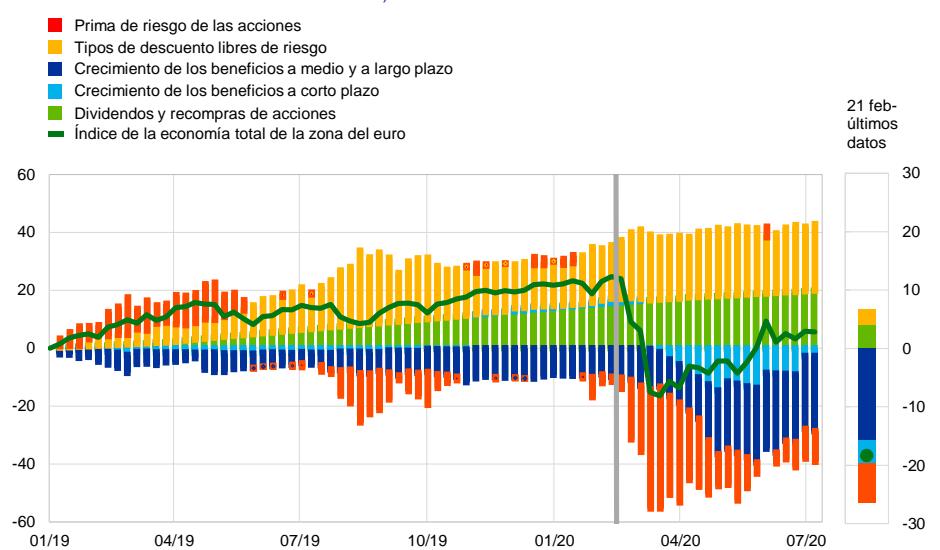
La razón principal del repunte de las cotizaciones es la recuperación de la percepción de riesgo, que, atendiendo a una descomposición mediante un modelo de descuento de dividendos, parece que ha compensado con creces los descensos de las expectativas de beneficios (véase gráfico C). Entre principios de febrero y mediados de marzo de 2020, la prima de riesgo de las acciones (ERP, por sus siglas en inglés) de la zona del euro aumentó desde el 8 % hasta el 12 %, y posteriormente se redujo hasta situarse por debajo del 9 % tras el anuncio del PEPP. Aunque existe cierta incertidumbre en torno a la estimación de la ERP, aplicando un modelo de descuento de dividendos, las fluctuaciones de la ERP explican la mayor parte del retroceso inicial de las cotizaciones y de la recuperación ulterior. Al mismo tiempo, las expectativas de beneficios de los analistas se han ajustado a la baja. A raíz de las medidas de confinamiento implantadas en los países de la zona del euro, las expectativas de crecimiento de los beneficios a corto plazo se tornaron negativas por primera vez desde 2009, pero parece que han tocado fondo recientemente, dado que se espera un afianzamiento gradual de la recuperación económica. En cambio, hasta mediados de abril de 2020 las expectativas de beneficios a largo plazo de los analistas mostraron una capacidad de resistencia sorprendente, en línea con las perspectivas de una recuperación

vigorosa y rápida de los beneficios (véase gráfico D). Más recientemente se han revisado a la baja en más de 3 puntos porcentuales y se han situado por debajo del 8 % anual. Pese a esta caída, las expectativas de beneficios a largo plazo permanecen más altas que en el punto bajo de la crisis financiera global.

Gráfico C

Descomposición de las cotizaciones de la zona del euro mediante un modelo de descuento de dividendos y expectativas de crecimiento de los beneficios del Euro Stoxx

(escala izquierda: porcentajes, variación acumulada recalculada en base cero en enero de 2019; escala derecha: porcentajes, variación acumulada desde el 21 de febrero de 2020)



Fuentes: Refinitiv, IBES, Consensus Economics y cálculos del BCE.

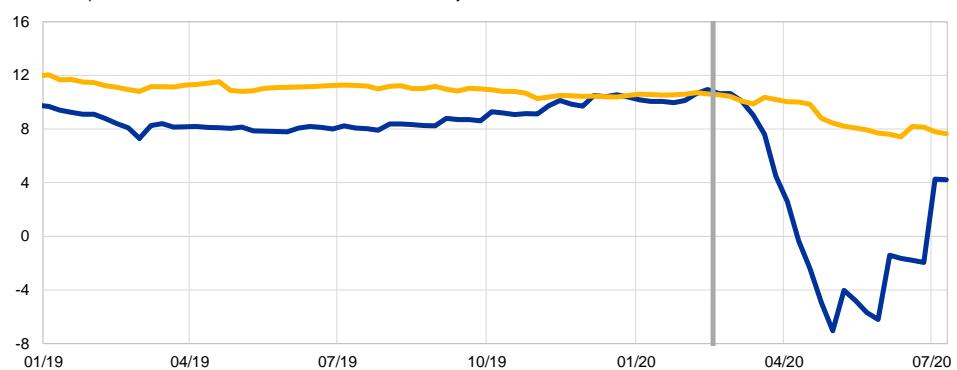
Notas: La descomposición se basa en un modelo de descuento de dividendos. El modelo incluye recompras de acciones, descuenta los flujos de efectivo futuros con tipos de interés de plazos adecuados e incluye cinco horizontes de expectativas de crecimiento de dividendos. Para más información, véase el artículo titulado «*Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area*», Boletín Económico, número 4, BCE, 2018. La línea vertical marca el viernes anterior al inicio de las turbulencias en los mercados financieros relacionadas con el coronavirus (21 de febrero de 2020). La última observación corresponde al 10 de julio de 2020.

Gráfico D

Expectativas de crecimiento de beneficios del Euro Stoxx

(porcentajes)

- Expectativas de crecimiento de los beneficios a 12 meses
- Expectativas de crecimiento de los beneficios a entre 3 y 5 años



Fuentes: Refinitiv, IBES y cálculos del BCE.

Notas: El crecimiento total de los beneficios esperado por el mercado es a horizontes de doce meses y de tres a cinco años. La línea vertical marca el viernes anterior al inicio de las turbulencias en los mercados financieros relacionadas con el coronavirus (21 de febrero de 2020). La última observación corresponde al 10 de julio de 2020.

Precios de las acciones y revisiones de las perspectivas de crecimiento a corto y a largo plazo

Ante el gradual ajuste a la baja de las perspectivas de beneficios a largo plazo, la recuperación de las perspectivas a corto plazo ha sido un contrapeso importante. Los precios de las acciones reflejan el valor descontado de todas las corrientes futuras de dividendos, donde el peso de los dividendos a corto plazo depende del factor de descuento del inversor (incluida la ERP exigida). Por tanto, la resistencia (inicial) de las perspectivas de beneficios a largo plazo (a más de un año) y la reciente recuperación de las perspectivas de beneficios a corto plazo (es decir, en el próximo año) podrían explicar parte de la relativa solidez de las cotizaciones y de su reciente recuperación. Los resultados de un análisis de regresión en el que se utilizan series de previsiones pasadas de Consensus Economics para evaluar el impacto de revisiones anteriores de las expectativas de crecimiento del PIB sobre los precios de las acciones a diferentes horizontes señalan que los inversores suelen atribuir el mismo peso a las previsiones a corto plazo que a las expectativas a largo plazo a la hora de evaluar las implicaciones de la evolución macroeconómica para los mercados. En conjunto, se mantiene el riesgo de significativos retrocesos adicionales de los precios de las acciones, especialmente si las expectativas de crecimiento del PIB a largo plazo se corrigen de nuevo a la baja o si las recientes revisiones al alza de las perspectivas a corto plazo vuelven a ajustarse a la baja (por ejemplo, como consecuencia de una posible segunda ola de coronavirus y de las consiguientes medidas de respuesta).

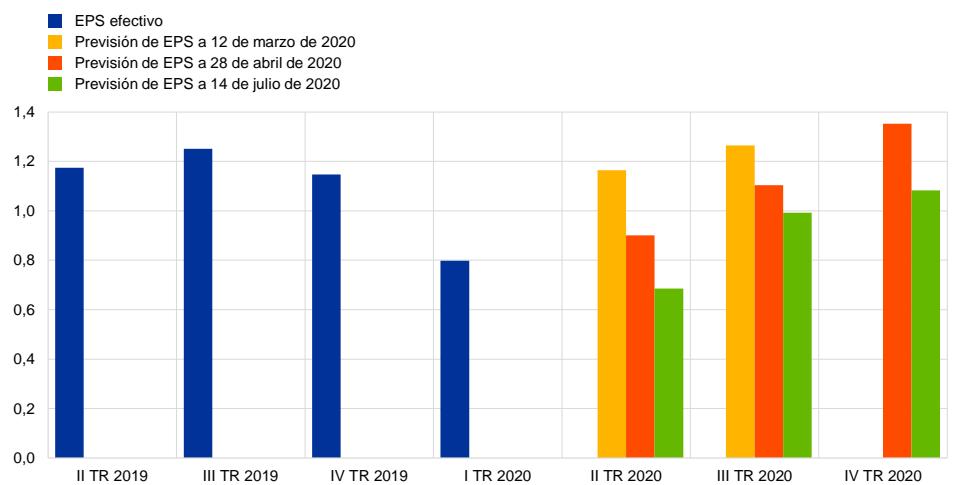
Señales sobre la forma de la recuperación obtenidas de las previsiones de beneficio por acción, los dividendos y las opciones

Al igual que las expectativas de crecimiento de los beneficios a largo plazo de los analistas, las previsiones de beneficio por acción también continúan revisándose a la baja a largo plazo (véase gráfico E). A mediados de marzo de 2020, el patrón de las previsiones de beneficios trimestrales según las encuestas seguía señalando, en gran medida, una recuperación en forma de V, pese a los escasos beneficios del primer trimestre de 2020. Los analistas previeron una rápida recuperación a partir del segundo trimestre, dado que se esperaba que las economías fueran saliendo gradualmente del confinamiento. Desde entonces, pese al anuncio del PEPP, el nivel general de las expectativas de beneficios a medio plazo ha continuado revisándose a la baja, aun cuando las cotizaciones de la zona del euro se recuperaron en el mismo período.

Gráfico E

Previsiones de beneficio por acción (EPS) del Euro Stoxx

(euros por acción)



Fuentes: Refinitiv, IBES y cálculos del BCE.

Notas: Agregado ponderado por capitalización bursátil del EPS y de las previsiones de EPS de las empresas (datos semanales). El 12 de marzo de 2020 es la fecha de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2020. La última observación corresponde al 14 de julio de 2020.

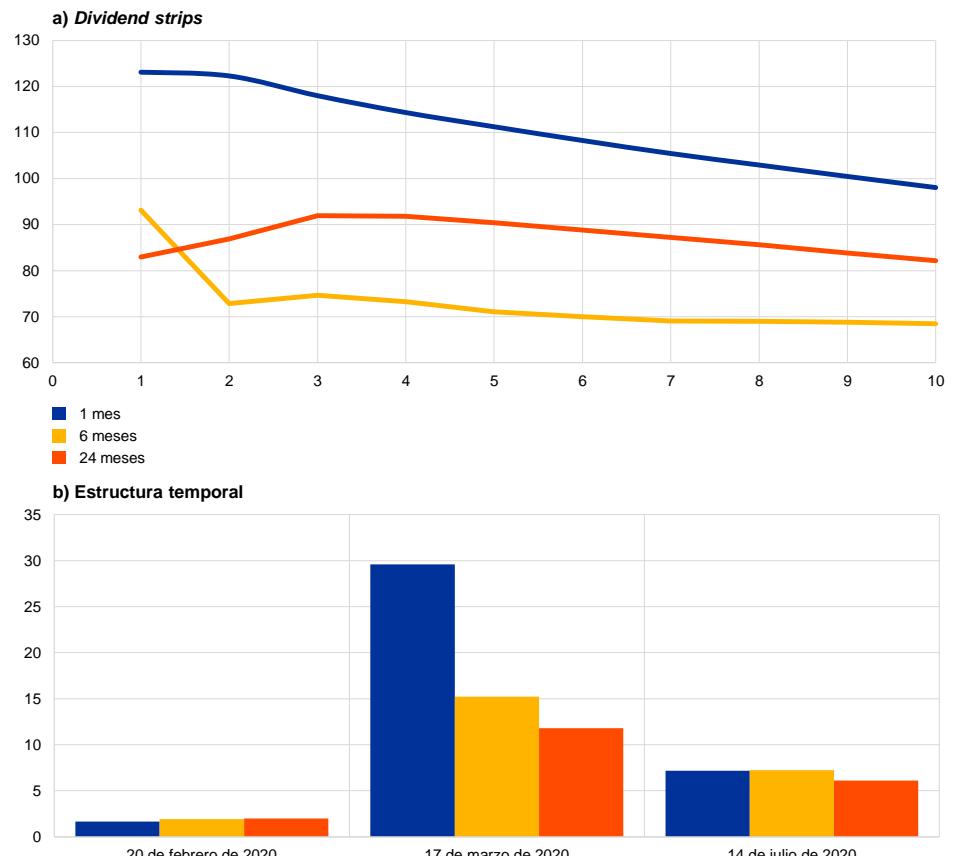
La valoración de las perspectivas futuras parece ser incluso menos optimista si se analiza atendiendo a los precios de los futuros, en vez de a las encuestas (véase el panel a del gráfico F). La estructura temporal de los derechos a futuros pagos de dividendos, conocidos como *dividend strips*, muestra que los mercados esperan que los dividendos se sitúen a corto plazo muy por debajo de los niveles anteriores a la irrupción del Covid-19. Aunque los precios de los futuros sobre dividendos a más de dos años se sitúan algo por encima del nivel registrado antes del anuncio del PEPP, continúan siendo considerablemente inferiores a los precios observados antes de la propagación del Covid-19 por todo el mundo.

Gráfico F

Dividend strips del Euro Stoxx 50 y estructura temporal de la prima de riesgo de las acciones de la zona del euro calculados a partir de los precios de las opciones

(panel a: euros; panel b: porcentaje)

- Turbulencias en los mercados antes del coronavirus (21 de febrero de 2020)
- Antes del anuncio del PEPP (17 de marzo de 2020)
- Últimos datos (14 de julio de 2020)



Fuentes: Refinitiv, IBES y cálculos del BCE.

Notas: El panel b muestra la estructura temporal de la ERP estimada según I. Martin, «What is the Expected Return on the Market?», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 132, n.º 1, 2017, pp. 367-433. La última observación corresponde al 14 de julio de 2020.

Asimismo, se sigue considerando que es probable que las correcciones de precios a corto plazo se materialicen, como indica la estructura temporal de la prima de riesgo de las acciones (véase el panel b del gráfico F). La estimación de la ERP a partir de los precios de las opciones a entre 1 y 24 meses muestra que es probable que la estructura temporal de la ERP tenga una pendiente positiva en épocas normales —como fue el caso (marginalmente) en febrero de 2020, por ejemplo— y una pendiente negativa en épocas de tensiones financieras, debido al riesgo de grandes pérdidas potenciales en el futuro cercano. En línea con esta conjectura, e inmediatamente antes del anuncio del PEPP, la ERP a un mes repuntó a alrededor del 30 %. Pese a haberse reducido significativamente desde entonces, la ERP sigue situada muy por encima de los niveles observados en febrero a todos los plazos y la pendiente de la estructura temporal continúa estando invertida.

Otros indicadores de la incertidumbre basados en las opciones también permanecen en niveles elevados, y el riesgo de cola izquierda continúa siendo muy alto (véase gráfico G). La distribución neutral al riesgo de los rendimientos esperados por los inversores puede extraerse de los precios de las opciones³³. Dado que los contratos de opciones con diferentes plazos se negocian en cualquier momento del tiempo, es posible obtener una estructura temporal de la distribución neutral al riesgo de los rendimientos esperados por los inversores. Entre febrero y finales de marzo de 2020, el riesgo de cola izquierda («riesgo malo») disminuyó sustancialmente en relación con el riesgo de cola derecha («riesgo bueno»), según se deduce del descenso del coeficiente de asimetría de la función de densidad neutral al riesgo del Euro Stoxx 50 calculado a partir de los precios de las opciones (véase el panel izquierdo del gráfico G)³⁴. Ya a principios de febrero, antes de la irrupción de la pandemia de Covid-19 en Europa, los mercados de opciones señalaban un desequilibrio considerable del riesgo de cola izquierda a entre dos y tres meses, y una reducción posterior. Tras la corrección de los mercados de renta variable, los riesgos implícitos de cola izquierda y de cola derecha pasaron a estar más equilibrados para los meses siguientes. Ello fue consecuencia de que los inversores comenzaron a atribuir más peso a la posibilidad de una recuperación adicional de los precios (es decir, un aumento de la probabilidad de riesgo bueno frente a riesgo malo), y estuvo en consonancia con un retroceso de la ERP desde que se alcanzó el punto álgido de la pandemia. Sin embargo, debido al reciente flujo de noticias económicas negativas y a los temores a una nueva ola del virus, la distribución neutral al riesgo permaneció altamente sesgada a la izquierda en comparación con episodios históricos (véase el panel derecho del gráfico G). Además, la incertidumbre que señala la varianza de las distribuciones continúa siendo elevada.

³³ Es importante tener en cuenta que los indicadores neutrales al riesgo incorporan las actitudes de los inversores frente al riesgo. Los cambios en la distribución neutral al riesgo puede ser el resultado de variaciones en la cantidad esperada de riesgo o de cambios en la aversión al riesgo de los inversores (precio del riesgo). Para más información, véase el recuadro titulado «Coronavirus (Covid-19): el miedo de los mercados implícito en los precios de las opciones», Boletín Económico, número 4, BCE, 2020.

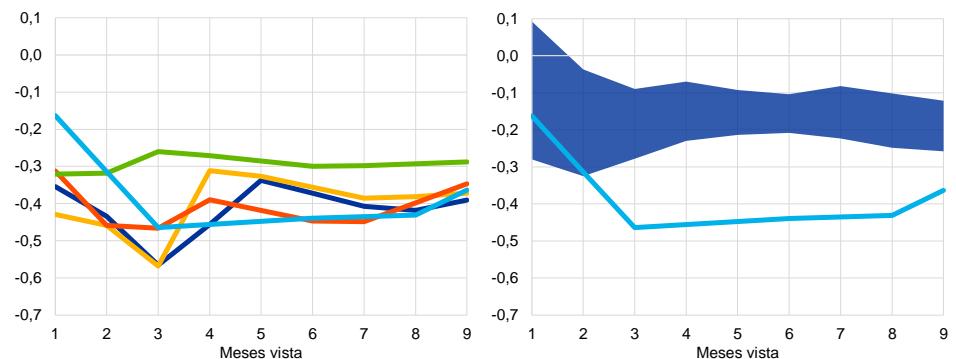
³⁴ El coeficiente de asimetría de Pearson de la densidad neutral al riesgo del Euro Stoxx 50 obtenida a partir de los precios de las opciones compara la magnitud del riesgo de cola izquierda («riesgo malo») con la del riesgo de cola derecha («riesgo bueno»). Este índice se sitúa por debajo de cero si los riesgos de cola izquierda son superiores a los de cola derecha.

Gráfico G

Coeficiente de asimetría de Pearson de la función de densidad neutral al riesgo del Euro Stoxx 50

(coeficiente)

■ 7 de febrero de 2020 ■ 23 de marzo de 2020 ■ Octubre de 2008-enero de 2009
■ 21 de febrero de 2020 ■ 9 de julio de 2020 ■ 9 de julio de 2020
■ 6 de marzo de 2020



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Las fechas del panel izquierdo se han elegido para ofrecer una visión general del período de la pandemia. La zona sombreada en azul del panel derecho señala el rango del coeficiente de asimetría de Pearson en el período comprendido entre octubre de 2008 y enero de 2009. La última observación corresponde al 9 de julio de 2020.

5

Valoración preliminar del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro

Vasco Botelho, Agostino Consolo y António Dias da Silva

En este recuadro se analiza la evolución del mercado de trabajo de la zona del euro desde la irrupción de la pandemia de coronavirus (Covid-19). Las medidas de contención aplicadas desde mediados de marzo provocaron una fuerte contracción del PIB real de la zona del euro en el primer trimestre de 2020³⁵. La información procedente de encuestas de opinión a consumidores y empresas indica que la caída se acentuó en abril y mayo. Sin embargo, no parece que su incidencia en el empleo y el desempleo haya sido significativa. A este respecto, la reacción del mercado de trabajo de la zona del euro a la pandemia de Covid-19 parece contrastar de forma acusada con la observada en Estados Unidos, donde el paro aumentó con rapidez. En este recuadro se examina la discrepancia existente entre los indicadores basados en encuestas de opinión y los principales indicadores del mercado de trabajo para la zona del euro. También se consideran los posibles efectos de las medidas de confinamiento en las estadísticas de paro según la definición de desempleo acordada internacionalmente, y se profundiza en el ajuste de las horas trabajadas y en el uso generalizado de programas de regulación temporal de empleo, que son las principales medidas que han proporcionado apoyo al mercado laboral de la zona del euro desde el inicio de la pandemia de Covid-19.

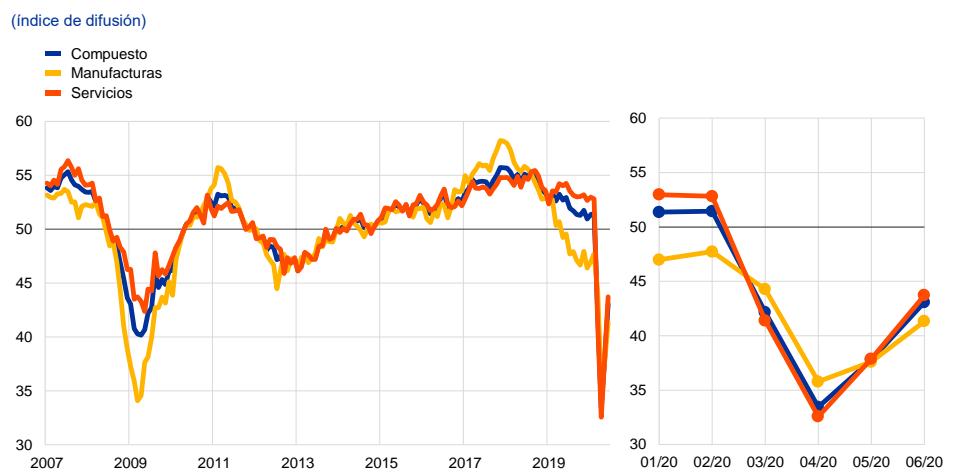
Las encuestas mensuales de opinión y de expectativas sobre el empleo apuntan a un deterioro acusado del mercado de trabajo de la zona del euro. El indicador PMI relativo a las percepciones sobre el empleo descendió desde un nivel de 51,4 en febrero de 2020 hasta un mínimo histórico de 33,4 en abril, y repuntó hasta alcanzar un valor de 43,1 en junio, como consecuencia de la relajación de las medidas de contención durante ese período (véase gráfico A). El descenso fue especialmente pronunciado en los servicios, en los que los sectores más afectados fueron los servicios de alojamiento y de restauración, así como el almacenamiento y el transporte. En cuanto a las manufacturas, la caída también fue generalizada en los distintos sectores e incidió con mayor intensidad en los de vehículos de motor, productos metálicos elaborados, y maquinaria y equipo. En general, los importantes retrocesos que reflejan estas encuestas sugieren una fuerte contracción del empleo en el segundo trimestre de 2020³⁶.

³⁵ Véase 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, Frankfurt am Main, 2020.

³⁶ Los indicadores de alta frecuencia de la evolución del mercado de trabajo de la zona del euro, como el indicador de ofertas de empleo de Indeed y el indicador de la tasa de contratación de LinkedIn, transmiten un mensaje similar. Estos indicadores ponen de manifiesto una disminución sustancial de la demanda de empleo y del número de contrataciones en la zona del euro desde el comienzo de las medidas de contención y de los confinamientos. Para más detalles, véase el recuadro titulado «[Evolución de los datos de alta frecuencia en el mercado de trabajo de la zona del euro](#)» en este Boletín Económico. Aparte de estos indicadores de alta frecuencia, el indicador del trabajo como factor limitador de la producción basado en las encuestas de opinión de la Comisión Europea muestra una fuerte contracción de la demanda de trabajo en todos los sectores principales, y los servicios registran la caída más pronunciada.

Gráfico A

PMI relativo al empleo



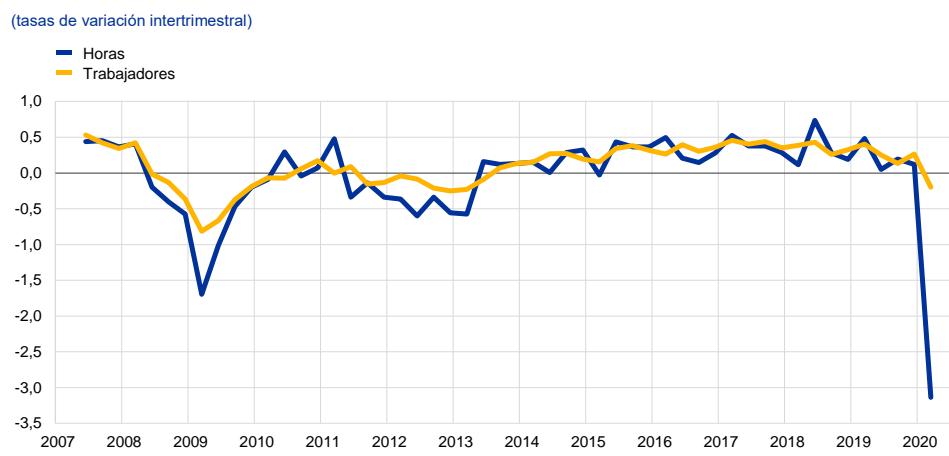
Fuente: Markit.

Notas: Un nivel por debajo de 50 indica una contracción del empleo. La última observación corresponde a junio de 2020.

El número de horas trabajadas registró una caída histórica en el primer trimestre de 2020, lo que ayudó a poner en contexto la tímida reacción del empleo. Aunque la mayoría de los países de la zona del euro no empezaron a aplicar medidas de contención hasta mediados de marzo, el total de horas trabajadas —según figuran en las cuentas nacionales— descendió un 3,1 %, en tasa intertrimestral, en el citado trimestre, en consonancia con el retroceso del 3,6 % del PIB real observado en ese mismo período. La disminución de las horas trabajadas casi duplicó la registrada en el primer trimestre de 2009. La reducción del primer trimestre de 2020 obedeció principalmente a un ajuste en el uso intensivo del factor trabajo, es decir, el promedio de horas trabajadas por persona ocupada. En ese trimestre, las horas medias trabajadas se redujeron un 2,9 %, en tasa intertrimestral, mientras que la contracción del empleo se mantuvo relativamente contenida —en el -0,2 %—, en un entorno económico cambiante (véase gráfico B). Las contribuciones relativas de las horas medias trabajadas (en torno al 90 %) y del empleo (en torno al 10 %) al descenso del total de horas trabajadas contrastan con las correspondientes al primer trimestre de 2009, en el que las dos variables contribuyeron aproximadamente por igual a la caída del total de horas trabajadas.

Gráfico B

Crecimiento del empleo



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al primer trimestre de 2020.

El moderado aumento de la tasa de paro hasta finales de mayo contrasta de forma acusada con los indicadores de actividad económica. El incremento de la tasa de paro hasta finales de mayo fue menor de lo que cabría esperar, en virtud de su relación histórica con el PIB (véase gráfico C). En Estados Unidos, entre enero y mayo de 2020, el número de trabajadores del sector no agrícola se redujo en 19,5 millones y la tasa de desempleo se incrementó en 9,8 puntos porcentuales³⁷. En cambio, un aspecto reseñable del mercado de trabajo de la zona del euro han sido las tímidas reacciones del empleo y el desempleo durante la crisis del Covid-19 si se comparan con la evolución del mercado laboral estadounidense³⁸. La catalogación de algunos trabajadores parados como inactivos podría estar afectando a las estadísticas de paro. Según la definición de desempleo de la Organización Internacional del Trabajo, los trabajadores que pierden su empleo o que previamente estaban desempleados no deben considerarse población activa si no buscan empleo de forma activa o no están disponibles para trabajar de inmediato. Esta característica se plasmaría en una reacción tímida en términos de aumento del desempleo como consecuencia de las medidas de contención del Covid-19³⁹. Otra diferencia fundamental es que, en Estados Unidos, los trabajadores sujetos a una suspensión temporal de empleo se consideran desempleados, mientras que, en la zona del euro, las personas acogidas a programas de regulación

³⁷ En Estados Unidos, el número de empleados del sector no agrícola ascendía a 152,4 millones de trabajadores en febrero de 2020 y a 132,9 millones en mayo de 2020. Entre abril y mayo se produjo un ligero repunte del empleo, y el número de trabajadores de este sector aumentó 2,5 millones, desde 130,4 millones en abril de 2020. La tasa de paro de ese país siguió una trayectoria similar a la del empleo: se situó en niveles del 3,5 % en febrero de 2020; aumentó hasta alcanzar el 14,7 % en abril de 2020, y registró una leve mejoría, hasta el 13,3 %, en mayo de 2020.

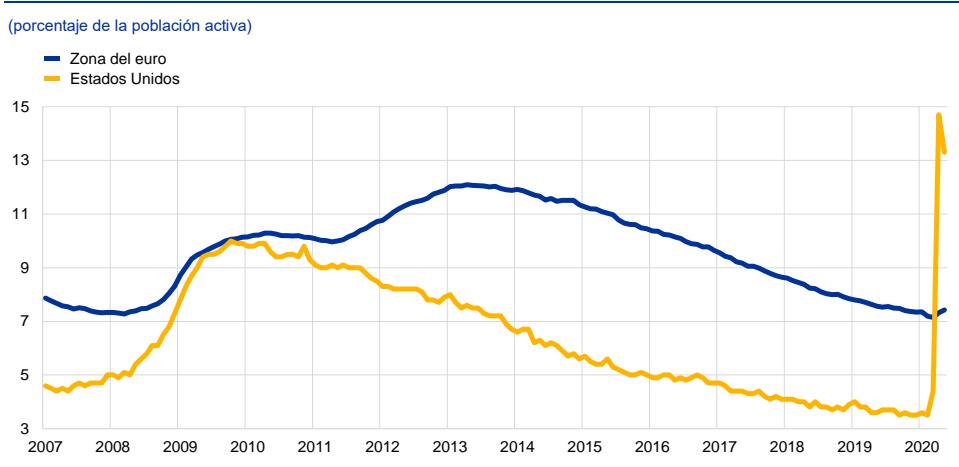
³⁸ Para una análisis del mercado de trabajo de Estados Unidos, véase, por ejemplo, N. Petrosky-Nadeau y R. G. Valletta, «Unemployment Paths in a Pandemic Economy», IZA DP, n.º 13294, 2020.

³⁹ La reclasificación de algunos trabajadores parados como inactivos podría presionar a la baja la tasa de paro. A este respecto, el análisis de los datos mensuales sobre el número de personas inactivas podría ayudar a valorar el efecto de la transición a la actividad sobre la tasa de paro observada. Además, es posible que los problemas de medición de Estados Unidos también estén influyendo, como señala el U.S. Bureau of Labor Statistics; véase «Frequently asked questions: The impact of the coronavirus (COVID-19) pandemic on The Employment Situation for May 2020», U.S. Bureau of Labor Statistics, 5 de junio de 2020.

temporal de empleo permanecen, en su mayoría, en la plantilla de las empresas y, por tanto, no se consideran parados.

Gráfico C

Tasa de paro en la zona del euro y en Estados Unidos



Fuentes: Eurostat y U.S. Bureau of Labor Statistics.

Nota: La última observación corresponde a mayo de 2020.

El uso generalizado de programas de regulación temporal de empleo en la zona del euro es uno de los principales factores que explican la tímida respuesta inmediata a la crisis del Covid-19 observada, en general, en el mercado de trabajo. Los Gobiernos nacionales de los países de la zona del euro han aplicado un amplio conjunto de medidas de empleo para apoyar las rentas de los trabajadores y preservar el empleo durante la pandemia de Covid-19. En concreto, todos los países de la zona han introducido programas de regulación temporal de empleo que han logrado limitar los despidos, sostener las rentas y facilitar la reducción efectiva de los costes salariales de las empresas⁴⁰. Habida cuenta de la repentina disminución de las ventas de las empresas durante la crisis del Covid-19, estos programas han desempeñado un papel importante para ayudar a las empresas a reducir sus necesidades de liquidez, al tiempo que les ha permitido reanudar la actividad con mayor rapidez tras el período de confinamiento manteniendo intacta la relación laboral durante ese período. El número de trabajadores sujetos a programas de regulación temporal de empleo en los países de la zona del euro carece de precedentes⁴¹. Estimaciones preliminares del número total de trabajadores afectados basadas en las solicitudes de las empresas para acogerse a estos programas muestran una incidencia en una proporción sustancial de los trabajadores, que podría cifrarse en un máximo de 10,6 millones de empleados en Alemania (el 26 % del total de trabajadores del país), 12 millones en Francia (el 47 %), 8,1 millones en Italia (el 42 %), 3,9 millones en España (el 23 %) y

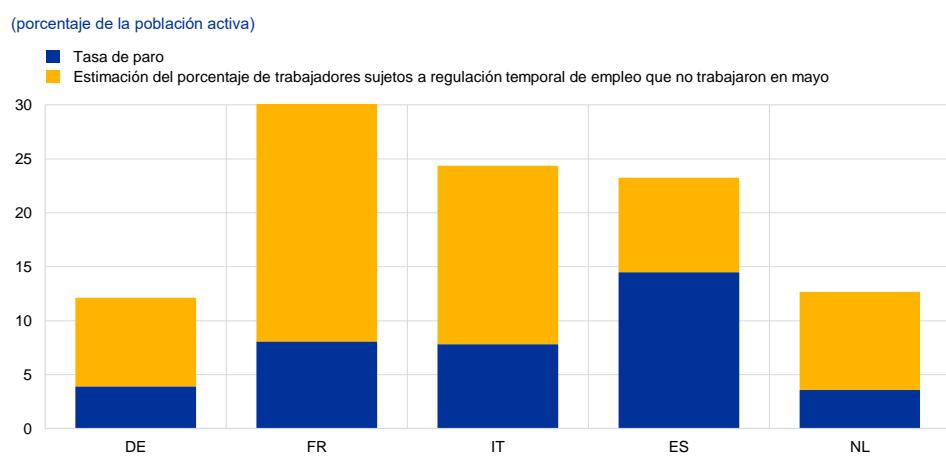
⁴⁰ Para más detalles sobre cómo están afectando los programas de regulación temporal de empleo a la renta de los hogares, véase «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», Boletín Económico, número 4, BCE, Frankfurt am Main, 2020.

⁴¹ En mayo de 2020, el Consejo de la Unión Europea adoptó el Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE, por sus siglas en inglés).

1,7 millones en los Países Bajos (el 21 %)⁴². De hecho, si se tiene en cuenta el número de trabajadores acogidos a programas de regulación temporal de empleo, la tasa de paro en la zona del euro se habría situado en niveles mucho más elevados que los observados actualmente. El gráfico D ofrece un ejemplo ilustrativo, al incluir en la tasa de paro a la mitad de los trabajadores sujetos a regulaciones temporales de empleo, suponiendo que no trabajaron nada en mayo.

Gráfico D

Tasa de paro y trabajadores sujetos a regulación temporal de empleo en mayo de 2020 en los cinco países principales de la zona del euro



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

Notas: El gráfico recoge información hasta el 8 de julio de 2020. A efectos ilustrativos, la tasa de paro engloba además el número de trabajadores afectados por programas de regulación temporal de empleo y que no han trabajado, que se supone que son la mitad de los empleados sujetos a estos programas (según el número de solicitudes presentadas por las empresas). Para un análisis similar, véase el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, número 4, BCE, Frankfurt am Main, 2020.

El éxito del uso generalizado de programas de regulación temporal de empleo para apoyar el mercado de trabajo de la zona del euro dependerá fundamentalmente de la evolución y de la duración de la crisis. Las políticas dirigidas al mercado laboral, en particular los programas de regulación temporal de empleo, están sosteniendo el empleo y limitando el incremento de la tasa de paro en la zona del euro. Estas medidas pueden contribuir a que el mercado de trabajo se recupere con más rapidez, ya que permiten que las empresas y los trabajadores reanuden su actividad sin el largo y costoso proceso de búsqueda y de emparejamiento que tendría que llevarse a cabo si la relación laboral hubiese cesado. Esto es aún más importante porque es más probable que la crisis afecte a los trabajadores poco cualificados, que suelen presentar tasas de paro más elevadas. No obstante, es previsible que no todos los trabajadores acogidos a estos

⁴² Estas cifras representan el límite superior del número de trabajadores realmente afectados por programas de regulación temporal de empleo, ya que se basan en el número inicial de solicitudes de las empresas. A continuación, a las solicitudes iniciales de incorporación a estos programas se les aplica unas tasas de cobertura efectivas durante el período de vigencia de las medidas de confinamiento que, en último término, dependen de las necesidades reales de las empresas y de la aceptación de las solicitudes por parte de las autoridades pertinentes. Además, el elevado número de solicitudes presentado se refiere al período en el que los confinamientos todavía seguían vigentes, y cabe esperar que se reduzca sustancialmente con el tiempo, según se relajen las medidas de contención.

programas puedan volver a sus empleos anteriores⁴³. En consecuencia, se espera un nuevo aumento del desempleo en la zona del euro en el corto plazo.

⁴³ La pandemia de Covid-19 es una perturbación puramente exógena y podría hacer que las necesidades de reasignación sean menores que en una crisis económica como la gran crisis financiera. Para conocer opiniones diferentes sobre las necesidades de reasignación de recursos de la economía tras la pandemia de Covid-19 en Estados Unidos, véanse J. M. Barrero, N. Bloom y J. Steven, «COVID-19 Is Also a Reallocation Shock», *NBER Working Paper*, n.º 27137, 2020, y M. Kudlyak y E. Wolcott, «Pandemic Layoffs», mayo de 2020.

6

Evolución de los datos de alta frecuencia en el mercado de trabajo de la zona del euro

Nicola Benatti, Vasco Botelho, Agostino Consolo, António Dias da Silva y Małgorzata Osiewicz⁴⁴

En este recuadro se describe el impacto de la pandemia de coronavirus (Covid-19) sobre los mercados de trabajo de la zona del euro a través de un análisis de indicadores de alta frecuencia. En la primera parte del recuadro se examina la información obtenida de las ofertas de empleo publicadas diariamente en Indeed y de las tasas de contratación diaria de LinkedIn correspondientes a los cinco países más importantes de la zona del euro. El número de ofertas de empleo de Indeed puede utilizarse como aproximación de los cambios en la demanda de trabajo. La tasa de contratación de LinkedIn proporciona información a escala agregada y sectorial sobre el número de contrataciones en la zona del euro. En la segunda parte del recuadro se explica la manera en que la tasa de contratación de LinkedIn puede emplearse para efectuar una predicción de muy corto plazo (*nowcasting*) de la tasa de entrada al empleo y para analizar la tasa de paro, ofreciendo así información más actualizada sobre la evolución del mercado laboral que la procedente de fuentes estadísticas más tradicionales. Con todo, el contenido informativo de estos indicadores de alta frecuencia debe considerarse con cautela y emplearse para complementar las estadísticas oficiales, ya que las muestras disponibles se concentran, sobre todo, en trabajos cualificados y en determinados sectores.

La tasa de contratación ha descendido sustancialmente desde la irrupción de la crisis del Covid-19 y alcanzó un mínimo en mayo de 2020 (véase gráfico A). Al inicio de los confinamientos, el crecimiento interanual de esta tasa era del 8,9 % en Alemania (22 de marzo), el 13,4 % en Francia (17 de marzo), el 13,4 % en Italia (21 de febrero), el 5,4 % en España (14 de marzo) y el 4 % en los Países Bajos (15 de marzo). Es posible que el punto de inflexión observado en mayo de 2020 refleje el hecho de que algunas de estas contrataciones se llevaron a cabo para cubrir vacantes anteriores o por recomendación, lo que puede ayudar a reducir la incertidumbre de las empresas durante el proceso de contratación. El retroceso de ambos indicadores de alta frecuencia pone de manifiesto la gravedad del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro, en un contexto de aplicación de programas de regulación temporal de empleo⁴⁵.

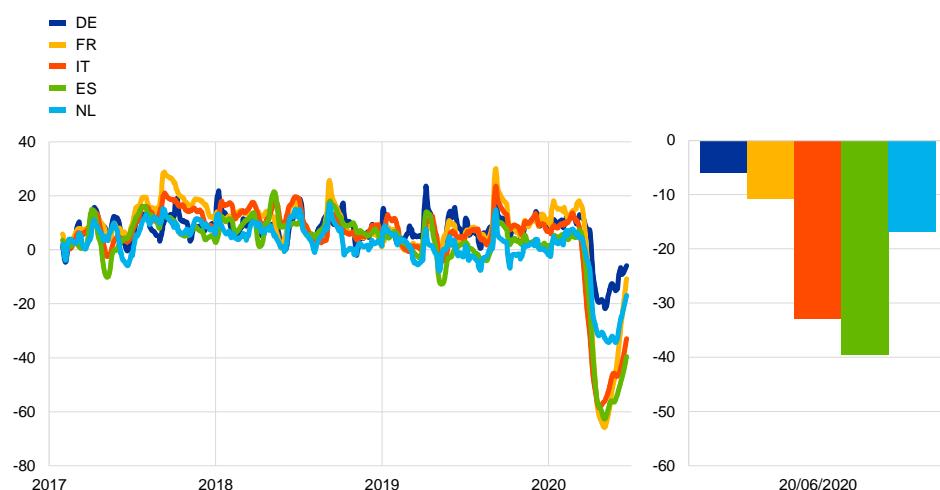
⁴⁴ Los autores desean dar las gracias a Mariano Mamertino, Séin Ó Muineachán y Mirek Pospisil por haber proporcionado los datos de alta frecuencia agregados y sectoriales de LinkedIn utilizados en la elaboración de este recuadro, que se basan en un proyecto conjunto de investigación, y a Colm Bates (Banco Central Europeo), Tara Sinclair y Adhi Rajaprabakaran (Indeed) por haber facilitado los datos sobre ofertas de empleo.

⁴⁵ Véase el recuadro titulado «[Valoración preliminar del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro](#)» en este Boletín Económico.

Gráfico A

Indicador de alta frecuencia de las tasas de contratación en el mercado de trabajo de la zona del euro

(tasa de contratación de LinkedIn; tasas de crecimiento interanual, porcentajes)



Fuentes: LinkedIn y cálculos del BCE.

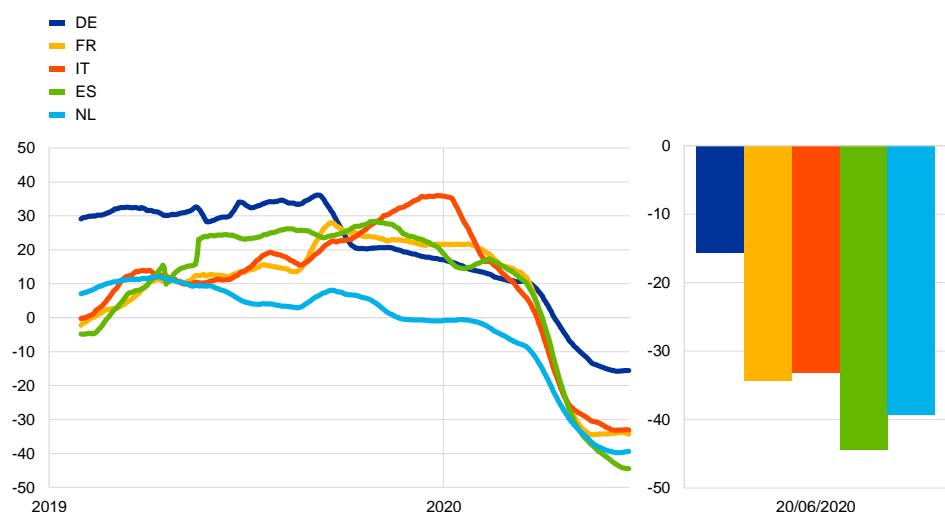
Notas: La última observación corresponde al 20 de junio de 2020. Las tasas de contratación diaria se calculan como el porcentaje de miembros de LinkedIn que empezaron un trabajo un día determinado del mes y añadieron un nuevo empleador a su perfil ese mes, dividido por el número total de miembros de LinkedIn en ese país. Para desestacionalizar y ajustar por efectos de calendario, el indicador de la tasa de contratación de LinkedIn se transforma utilizando una media móvil de 30 días y se presenta en términos de tasa de crecimiento interanual.

Los datos sobre ofertas de empleo han disminuido sustancialmente desde la crisis del Covid-19 (véase gráfico B) y siguen señalando que las condiciones de demanda de trabajo son frágiles. Al inicio de los confinamientos, el incremento interanual del indicador de puestos de trabajo ofertados era del 9,8 % en Alemania (22 de marzo), el 11,9 % en Francia (17 de marzo), el 14,2 % en Italia (21 de febrero), el 11 % en España (14 de marzo) y el –8,2 % en los Países Bajos (15 de marzo). Sin embargo, el 20 de junio la tasa de crecimiento interanual de este indicador se encontraba en terreno muy negativo y se situaba en el –15,6 % en Alemania, el –34,3 % en Francia, el –33,1 % en Italia, el –44,4 % en España y el –39,3 % en los Países Bajos. Aunque las contrataciones han registrado ahora un punto de inflexión, las ofertas de empleo siguen siendo escasas, ya que esta relación no es totalmente directa, porque, en algunos casos, el emparejamiento entre vacantes y trabajadores se produce a través de recomendaciones, sin que se publiquen las vacantes, o porque puede transcurrir un tiempo entre la búsqueda de empleo y el emparejamiento. El indicador de puestos de trabajo ofertados de Indeed refleja la evolución de la demanda de trabajo y puede considerarse un indicador de las vacantes, mientras que el relativo a la tasa de contratación de LinkedIn guarda una relación más estrecha con la transición entre empleos y la tasa de entrada al empleo.

Gráfico B

Indicador de alta frecuencia de ofertas de empleo en el mercado de trabajo de la zona del euro

(ofertas de empleo de Indeed; tasas de crecimiento interanual, porcentajes)



Fuentes: Indeed y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al 20 de junio de 2020. Para desestacionalizar y ajustar por efectos de calendario, el indicador de ofertas de empleo de Indeed se transforma utilizando una media móvil de 30 días y se presenta en tasa de crecimiento interanual.

Los datos sectoriales sobre las tasas de contratación muestran un descenso generalizado en todos los sectores en los cinco países más importantes de la zona del euro (véase gráfico C). Se utiliza información sectorial de frecuencia mensual para descomponer la disminución de la tasa de contratación de LinkedIn e identificar los sectores que pueden haber resultado más afectados durante la crisis del Covid-19⁴⁶. En concreto, se analizan doce sectores: bienes de consumo; servicios a empresas; educación; actividades de entretenimiento; servicios financieros; atención sanitaria; manufacturas; comunicación y medios de comunicación; actividades recreativas; turismo y viajes; comercio minorista, y software y servicios de tecnologías de la información (TI); y los sectores económicos restantes se agrupan en un sector residual. Los sectores mencionados concentran más del 70 % del número total de cambios de empleo registrados en LinkedIn en los cinco países más importantes de la zona del euro. En junio de 2020, las tasas de contratación se habían reducido, en términos interanuales, en la mayoría de los sectores de estos países, y la mayor contribución a este retroceso se observó en la tasa de contratación agregada de las manufacturas, servicios a empresas, software y servicios de TI, y actividades recreativas, y turismo y viajes⁴⁷.

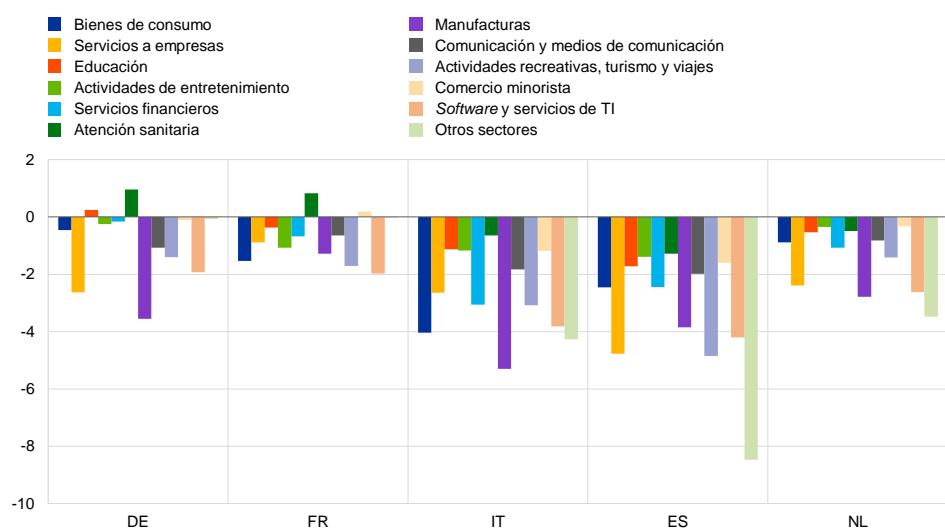
⁴⁶ Este recuadro se basa en la correspondencia sectorial que también utiliza el Banco Mundial. En este [enlace](#) se puede consultar la correspondencia entre los sectores de LinkedIn y la Clasificación Internacional Industrial Uniforme (CIIU) de todas las actividades económicas, y el informe de población activa (*Workforce Report*) de Estados Unidos está disponible en este [enlace](#).

⁴⁷ Las excepciones a la caída sectorial generalizada de las tasas de contratación registrada en junio de 2020 fueron el sector sanitario en Alemania y en Francia, educación en Alemania y comercio minorista en Francia.

Gráfico C

Descomposición sectorial del descenso interanual de la tasa de contratación en junio de 2020

(contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de la tasa de contratación; porcentajes)



Fuentes: LinkedIn y cálculos del BCE.

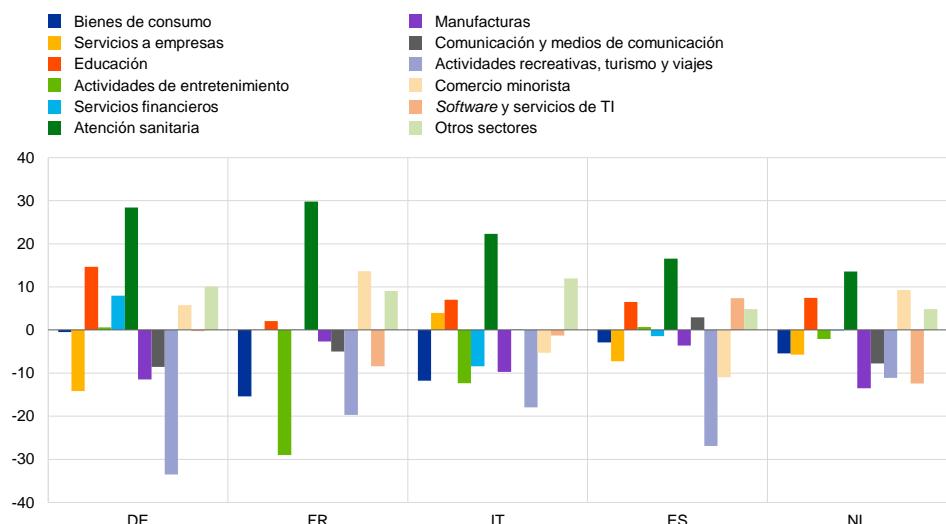
Notas: La última observación corresponde a junio de 2020. La tasa de contratación a escala sectorial se publica mensualmente. Las tasas de contratación mensual de cada sector se calculan como el porcentaje de miembros de LinkedIn que empezaron un trabajo en un sector concreto un mes determinado y añadieron un nuevo empleador a su perfil ese mes, dividido por el número total de miembros de LinkedIn en ese país. Para desestacionalizar y ajustar por efectos de calendario, el indicador de la tasa de contratación del sector se presenta en tasa de crecimiento interanual.

La intensidad de la perturbación generada por el Covid-19 es asimétrica entre los distintos sectores (véase gráfico D). Mientras que el descenso de la tasa de contratación fue generalizado en todos los sectores, algunos se han visto más afectados que otros por la perturbación causada por el Covid-19. Dos ejemplos opuestos de la asimetría de la perturbación entre sectores son las actividades recreativas, turismo y viajes, y la atención sanitaria. Por un lado, el primer sector ha resultado particularmente perjudicado por la crisis y los confinamientos, y, en junio de 2020, la tasa de contratación registró una caída interanual del 44 % en Alemania, el 28,8 % en Francia, el 77,9 % en Italia, el 50,1 % en España y el 28,3 % en los Países Bajos. Por otro, parece que el sector sanitario ha quedado relativamente al margen de la perturbación provocada por el Covid-19 en términos de aumento interanual del número relativo de cambios de empleo, en parte como consecuencia de la creciente demanda de servicios sanitarios para contener la pandemia. En junio de 2020, la tasa de contratación de este sector experimentó un incremento interanual del 18 % en Alemania y el 20,7 % en Francia, y un descenso interanual del 9,9 % en Italia, el 22,5 % en España y el 3,6 % en los Países Bajos. En general, los sectores de bienes de consumo, manufacturas, y actividades recreativas, turismo y viajes se ven más afectados por la crisis del Covid-19 que el resto de la economía, mientras que otros, como atención sanitaria, servicios financieros, y software y servicios de TI, se mantienen más aislados de esta perturbación.

Gráfico D

Asimetría sectorial del descenso interanual de la tasa de contratación en junio de 2020

(diferencia entre la tasa de crecimiento interanual de la tasa de contratación de cada sector y la de la tasa de contratación del total de la economía en junio de 2020; puntos porcentuales)



Fuentes: LinkedIn y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde a junio de 2020. La tasa de contratación a escala sectorial se publica mensualmente. Las tasas de contratación mensual de cada sector se calculan como el porcentaje de miembros de LinkedIn que empezaron un trabajo en un sector concreto un mes determinado y añadieron un nuevo empleador a su perfil ese mes, dividido por el número total de miembros de LinkedIn en ese país. Para desestacionalizar y ajustar por efectos de calendario, el indicador de la tasa de contratación del sector se presenta en tasa de crecimiento interanual. Los sectores con valores negativos registran descensos más acusados en las tasas de contratación que los demás sectores, mientras que los sectores con valores positivos registran caídas más leves que el resto.

La tasa de contratación puede ser una aproximación bastante buena de la tasa agregada de entrada al empleo de la muestra y utilizarse para realizar una predicción de muy corto plazo de esta última durante la crisis. La tasa de contratación de LinkedIn incluye la transición tanto entre empleos como del desempleo al empleo, y puede considerarse una aproximación de la tasa agregada de entrada al empleo⁴⁸. Para medir la elasticidad empírica entre la tasa de contratación y la tasa de entrada al empleo, se ha estimado un modelo de cointegración con datos de panel para los cinco países más importantes de la zona del euro entre 2016 y 2019, basado en Stock y Watson (1993) y en Pesaran y Smith (1995). En función de los supuestos que subyacen a la estimación, la elasticidad de largo plazo se situaría entre 0,39 y 0,63, y siempre es estadísticamente significativa⁴⁹. Por lo tanto, como la tasa de contratación de LinkedIn está disponible hasta junio de 2020, estas elasticidades pueden emplearse para estimar la

⁴⁸ En el resto del análisis se utiliza la tasa de contratación en lugar de las ofertas de empleo, ya que la primera se aproxima más al concepto de la tasa de entrada al empleo. Para más detalles sobre la tasa de entrada al empleo y sobre su relación histórica con conceptos del mercado de trabajo como la curva de Beveridge y el tensionamiento de este mercado, veáse el artículo titulado «The euro area labour market through the lens of the Beveridge curve», *Boletín Económico*, número 4, BCE, Frankfurt am Main, 2019. La tasa de entrada al empleo se ha estimado siguiendo la metodología de Shimer (2007) y Elsby *et al.* (2013), y empleando datos de la encuesta de población activa de la UE (LFS, por sus siglas en inglés) hasta diciembre de 2019.

⁴⁹ Como ejercicio de robustez, también se estima la elasticidad entre la tasa de contratación y la tasa de entrada al empleo de cada país. Estas elasticidades específicas son algo más heterogéneas entre países, y se sitúan, aproximadamente, entre 0,12 y 0,17 en Alemania, entre 0,37 y 0,51 en Francia, entre 0,26 y 0,52 en Italia, entre 0,73 y 0,85 en España, y entre 0,71 y 0,80 en los Países Bajos.

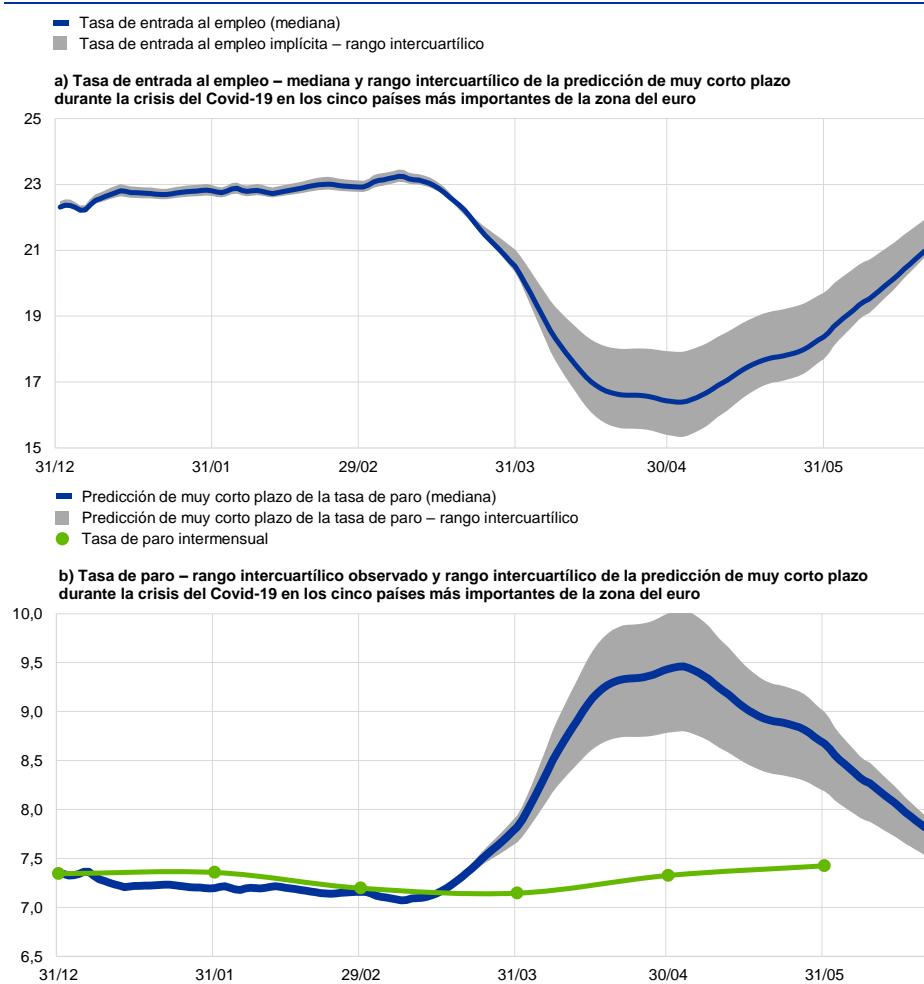
trayectoria implícita de la tasa agregada de entrada al empleo en 2020 durante la crisis del Covid-19 (véase el panel a del gráfico E).

Se puede efectuar una predicción de muy corto plazo de la tasa de paro durante la crisis del Covid-19 a partir de la trayectoria implícita de la tasa agregada de entrada al empleo. Utilizando las estimaciones de las tasas de entrada, s_t , y de salida, f_t , del desempleo, se puede realizar una aproximación de la tasa de paro de estado estacionario en un momento determinado, $u_t^*(f_{t_t}, s_t)$ ⁵⁰. La predicción de muy corto plazo de la tasa de paro se puede calcular en dos pasos. Primero, la predicción de muy corto plazo de la tasa de entrada al empleo, \hat{f}_t , se basa en la relación estimada con la tasa de contratación de LinkedIn. El segundo paso permite efectuar una predicción de muy corto plazo de las variaciones de la tasa de paro a partir de los cambios en $u_t^*(\hat{f}_t, s_t)$. Para reforzar la robustez del ejercicio, se obtienen varios perfiles de $u_t^*(f, s)$ en función de los coeficientes de largo plazo estimados para \hat{f} y de los supuestos relativos a las tasas de salida del empleo.

⁵⁰ De forma similar al enfoque seguido en Shimer (2005), este enfoque simplificado de flujos de empleo no tiene en cuenta de forma explícita los flujos de entrada y de salida de la población activa. Para una descripción completa de este modelo del mercado de trabajo, véase Pissarides (2000) o el recuadro 3 del artículo titulado «*The euro area labour market through the lens of the Beveridge curve*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, Frankfurt am Main, 2019.

Gráfico E

Zona del euro-5: tasa de entrada al empleo implícita y tasa de paro



Fuentes: Eurostat, LinkedIn y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al 20 de junio de 2020. Las tasas de contratación diaria se calculan como el porcentaje de miembros de LinkedIn que empezaron un trabajo en un día determinado del mes y añadieron un nuevo empleador a su perfil ese mes, dividido por el número total de miembros de LinkedIn en ese país. La tasa de paro intermensual es acorde con la definición de la OIT. La predicción de muy corto plazo de la tasa de paro se obtiene utilizando una regla de actualización recursiva sobre varios perfiles posibles de la tasa de paro natural, en función de los coeficientes de largo plazo estimados, de la relación entre la tasa de entrada al empleo y la tasa de contratación, y del conjunto de supuestos empleados para las tasas de salida del empleo.

Se espera que la tasa de paro haya registrado un máximo durante el segundo trimestre de 2020 y se haya situado alrededor de 2,3 puntos porcentuales por encima del nivel observado en febrero (véase el panel b del gráfico E). La predicción de muy corto plazo indica que la tasa de paro basada en la trayectoria implícita de la tasa de entrada al empleo en los cinco países más importantes de la zona del euro habría alcanzado un máximo del 9,5 % en torno a principios de mayo de 2020, impulsada por la intensa caída de las contrataciones durante la crisis del Covid-19. La normalización gradual de la tasa de contratación sugiere un aumento de los flujos de salida del desempleo en mayo y junio de 2020, aunque la tasa de paro todavía se mantendría en niveles superiores a los de antes de la pandemia. La evolución de la predicción de muy corto plazo de la tasa de paro también se basa en el supuesto de que la tasa de salida del empleo avanzó solo de forma moderada

durante esta crisis⁵¹. Los Gobiernos de la zona del euro han aplicado políticas de empleo que están frenando el número de despidos permanentes tras la perturbación generada por el Covid-19. Puede que los programas de regulación temporal de empleo logren minimizar las posibles ineficiencias derivadas de una perturbación adversa, repentina y temporal limitando los efectos de reasignación del empleo en la economía⁵². Sin embargo, si no vuelven a su empleo previo todos los trabajadores en situación de desempleo temporal, el aumento de la tasa de salida del empleo puede deteriorar más las condiciones del mercado de trabajo y dar lugar a una tasa de paro más elevada que la de la predicción de muy corto plazo del gráfico E. Por último, si la predicción de muy corto plazo de la tasa de paro se compara con la tasa de paro observada, también se debe destacar que las actuales cifras relativamente bajas de desempleo obedecen, en parte, al hecho de que la pandemia de Covid-19 y las medidas de confinamiento asociadas hicieron que las personas no buscaran empleo activamente (debido, por ejemplo, a las limitadas oportunidades de trabajo o que no estuvieran disponibles para trabajar de inmediato (por ejemplo, por obligaciones de cuidado de hijos o de personas mayores). Por ello, se considera que estas personas no forman parte de la población activa y que no se clasifican como desempleados según la definición de desempleo de la OIT⁵³.

En general, la metodología y los datos de alta frecuencia utilizados en este recuadro permiten analizar la evolución reciente del mercado de trabajo de la zona del euro. El uso de flujos de entrada y de salida del desempleo puede ayudar a comprender mejor el proceso de ajuste del mercado laboral durante la actual crisis del Covid-19. Análisis anteriores basados en flujos de empleo se vieron limitados por la falta de disponibilidad de datos actualizados. En este recuadro se presenta un análisis inicial y preliminar sobre la forma de combinar fuentes de datos experimentales y oportunas con las estadísticas oficiales. Además, estos datos ofrecen señales inmediatas sobre las condiciones actuales del mercado de trabajo: las tasas de contratación de LinkedIn muestran un repunte de las contrataciones por parte de las empresas, y las ofertas de trabajo de Indeed siguen apuntando a que la demanda de empleo es reducida. En las actuales circunstancias sin precedentes, estos datos de alta frecuencia proporcionan información valiosa sobre la senda hacia la recuperación económica y arrojan luz sobre el comportamiento asimétrico entre los sectores de la economía, permitiendo conocer mejor los comovimientos de los patrones de contratación entre los principales sectores de la actividad económica.

⁵¹ Este recuadro se centra principalmente en la creación de empleo, mientras que se supone que las tasas de salida del empleo siguen una trayectoria similar a la registrada en la crisis financiera global. Se utilizan tres escenarios para estimar la tasa de salida del empleo: i) sin variación con respecto al cuarto trimestre de 2019; ii) un aumento de la tasa comparable al observado en el trimestre medio durante la crisis financiera global, y iii) la mitad del aumento de la tasa observado en el trimestre medio durante la crisis financiera global.

⁵² En general, las políticas dirigidas al mercado de trabajo también tienen como finalidad frenar los despidos y apoyar el empleo por cuenta propia. Por lo que se refiere a los efectos de los programas de regulación temporal de empleo sobre las rentas del trabajo y la renta disponible, véase el recuadro titulado «[Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, Frankfurt am Main, 2020.

⁵³ Para más detalles, véase la nota metodológica de Eurostat sobre recopilación de datos para la encuesta de población activa de la UE en el contexto de la crisis del Covid-19 ([«Data collection for the EU-Labour Force Survey in the context of the COVID-19 crisis»](#)).

Evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro

Ieva Rubene

Los precios de los alimentos pueden ser un importante factor determinante de la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro, ya que este componente representa casi el 20 % de la cesta de consumo del IAPC y la tasa de variación de sus precios es altamente volátil. En el segundo trimestre de 2020, la contribución de los alimentos al IAPC fue de alrededor de dos tercios de un punto porcentual, es decir, mayor que la aportación de los servicios o de los bienes industriales no energéticos. Dado que los alimentos también son un ejemplo destacado de bienes de adquisición frecuente e inmediata, en términos generales se considera que los movimientos de sus precios influyen de forma importante en la percepción de la inflación de los consumidores. Con este trasfondo, en este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro, en un entorno que se ha visto afectado por la pandemia de coronavirus (Covid-19).

El repunte que experimentaron los precios de los alimentos en la zona del euro en abril de 2020 fue intenso aun cuando estos precios habían tenido un comportamiento volátil en el pasado. El avance intermensual de los precios del total de alimentos alcanzó el 1,1 % en abril, una tasa que no se había observado prácticamente nunca desde 1999 (salvo por las escasas y considerables alzas de carácter transitorio debidas a cambios en los impuestos indirectos)⁵⁴. El único incremento de magnitud similar se registró en enero de 2002, cuando se introdujo el efectivo en euros. Dado que los precios de los alimentos son muy estacionales, especialmente los de los alimentos no elaborados, las variaciones en un mes determinado deberían compararse con el mismo mes de años anteriores. La comparación de la variación intermensual de abril de 2020 con la de los tres años anteriores revela que la de este año fue excepcional, particularmente en el caso de los alimentos no elaborados (véase gráfico A)⁵⁵. El desglose más detallado por productos muestra que, dentro de este último componente, el aumento extraordinario se observó fundamentalmente en los precios de las hortalizas y, en menor medida, también en los precios de las frutas frescas y el pescado. Aunque el

⁵⁴ En algunos países, el IAPC de los alimentos de abril se elaboró también con menor fiabilidad de lo habitual, ya que una gran parte de los precios no disponibles tuvieron que inferirse. Por ejemplo, en el IAPC francés de alimentos de abril, las variaciones de precios se imputaron (es decir, se sustituyeron) —mediante el uso, entre otros, de datos de escáner— para los pequeños establecimientos, los mercados al aire libre y las tiendas que no tenían sus precios disponibles *online*. En términos más generales, para imputar los precios que no se podían recopilar, se utilizaron los precios *online*, en caso de estar disponibles, y la sustitución de los productos fue más frecuente de lo normal.

⁵⁵ La adopción de una clasificación del IAPC más granular (ECOICOP-5) en enero de 2019 afectó a la división entre alimentos elaborados y no elaborados a partir de enero de 2017. En consecuencia, el peso relativo de los alimentos elaborados sobre el total de alimentos pasó de alrededor del 60 % al 75 % y, por tanto, las variaciones mensuales dejaron de ser comparables con los años anteriores a 2017. Para más información, véase el recuadro titulado «*Nuevas características del Índice Armonizado de Precios de Consumo: grupos de análisis, datos de escáner y web-scraping*», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

ascenso fue menos pronunciado para el conjunto de los precios de los alimentos elaborados, también fue claramente mayor para determinados artículos, como el pan, las pastas alimenticias y otros productos a base de harina, así como la carne⁵⁶. Las variaciones de precios intermensuales registradas en mayo, y posiblemente también en junio, señalan una cierta corrección de los repuntes de los precios de los alimentos observados en abril para las hortalizas, los pescados frescos, y el pan, las pastas alimenticias y otros productos a base de harina. Las alzas de los precios de la carne procesada se suavizaron, mientras que los precios de las frutas frescas continuaron avanzando a un ritmo bastante rápido. Los datos preliminares de junio señalan una nueva relajación de las presiones de los precios de los alimentos, aunque no se dispone todavía de un desglose detallado. En consecuencia, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó hasta el 5,9 % en junio, desde el máximo del 7,6 % registrado en abril. La tasa de inflación de los alimentos elaborados, excluido el tabaco, se situó en el 1,8 % en mayo (inalterada desde abril), mientras que los datos preliminares del total de alimentos elaborados correspondientes a junio muestran un ligero descenso, hasta el 2,3 %, desde el 2,4 % observado en mayo (aún no se dispone de un desglose más detallado).

⁵⁶ Los precios de los productos cárnicos (tanto procesados como no procesados) han aumentado algo más desde mediados de 2019 que en los años anteriores, debido, en parte, a la fuerte demanda procedente de China, cuya propia oferta de carne de porcino ha disminuido debido a la peste porcina africana. En consecuencia, estas exportaciones se incrementaron en la UE, que es el mayor exportador de productos porcinos del mundo.

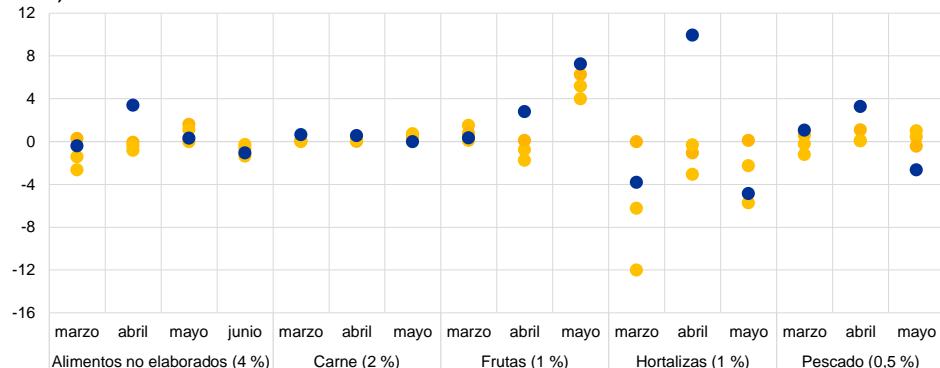
Gráfico A

Evolución mensual de los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro durante el confinamiento por el Covid-19

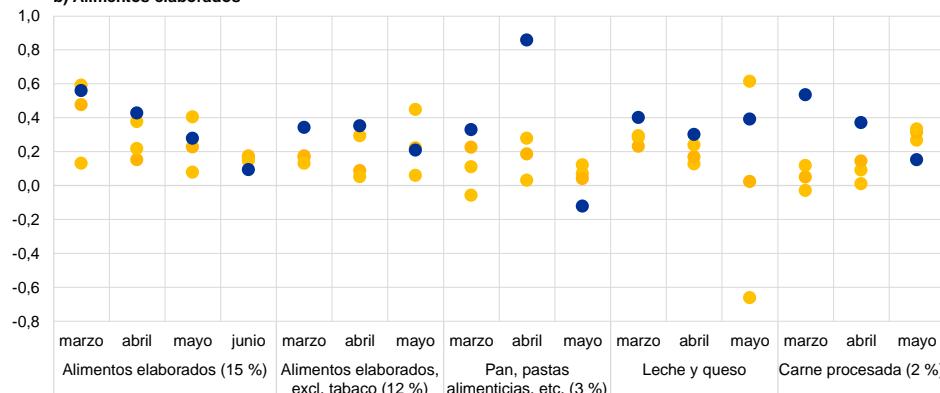
(tasas de variación intermensual; datos sin desestacionalizar)

- 2020
- 2017, 2018 y 2019

a) Alimentos no elaborados



b) Alimentos elaborados



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los incrementos intermensuales históricos se muestran solo a partir de 2017 debido a la ruptura en las series como consecuencia de la adopción de la ECOICOP-5. Las ponderaciones de las partidas del IAPC general se muestran entre paréntesis.

En la fecha de finalización de este recuadro no se disponía de un desglose detallado de las variaciones de precios de los alimentos elaborados y no elaborados para el mes de junio.

Las fuertes variaciones intermensuales de los precios de los alimentos pueden tener muchas causas distintas. Generalmente, estas variaciones se deben al carácter estacional de la oferta (en particular, de alimentos no elaborados) y a la sensibilidad de los precios de los alimentos (tanto elaborados como no elaborados) a perturbaciones locales o globales relacionadas con la higiene (enfermedades animales) o con las condiciones meteorológicas. En ocasiones, los cambios en los impuestos indirectos también pueden tener efectos apreciables. Sin embargo, el repunte de abril de 2020 fue extraordinario y es probable que reflejara presiones al alza relacionadas con las circunstancias específicas de la pandemia de Covid-19. Entre estas circunstancias se incluye el hecho de que, durante el período de confinamiento, las familias prepararon más comidas en sus hogares y, por tanto, desviaron parte de la demanda de restauración y servicios de *catering* en favor del consumo en los domicilios. Los acopios en previsión de las restricciones a la movilidad pueden haber sido otra razón por la que la demanda de alimentos de los hogares fue más intensa de lo habitual, aunque este argumento solo es aplicable a

los alimentos elaborados que son susceptibles de almacenamiento. La demanda más fuerte de lo habitual y el impacto de los acopios son evidentes en el incremento de los volúmenes de ventas minoristas de alimentos en marzo, cuando la tasa de variación interanual de la zona del euro se disparó a un máximo histórico del 9,1 %, que precedió al avance de precios en abril. En abril, la tasa de crecimiento interanual de los volúmenes de ventas minoristas se redujo al 2 % y después aumentó de nuevo, hasta situarse en el 4,9 % en mayo.

La evolución de abril de 2020 fue reflejo, muy probablemente, de los fuertes aumentos de la demanda combinados con la presencia de factores de oferta relacionados con las medidas de confinamiento y de contención. Por ejemplo, es probable que el repunte de los precios, especialmente de las hortalizas, fuera consecuencia de dificultades de oferta debidas a los retrasos en la cosecha y en el transporte. Estos retrasos podrían haber acrecentado la oferta relativa de productos locales (a menudo más caros). En términos más generales, los productores y los comercios minoristas se enfrentaron a incrementos de costes como consecuencia de las medidas de higiene obligatorias y del reenvasado de volúmenes al por mayor, habitualmente vendidos a empresas, para adaptarlo a volúmenes más reducidos destinados a los hogares. El reenvasado lleva tiempo y, por tanto, también puede haber agudizado la escasez de oferta temporal. Asimismo, es posible que los consumidores expresaran una preferencia mayor por los alimentos frescos envasados (probablemente más caros que los productos sin envasar) ante el temor a contraer el virus mediante el contacto directo con un producto⁵⁷. Además, en algunos casos —especialmente, el de los alimentos elaborados— las alzas de precios registradas en el IAPC pueden haber reflejado también la cancelación de las promociones, más que subidas de precios propiamente dichas.

Los posibles efectos de oferta pueden evaluarse examinando las estructuras de costes y de insumos de la producción de alimentos. La producción de alimentos de la zona del euro se caracteriza por fuertes vínculos de oferta dentro del sector. Según la tabla *input-output* de la zona del euro, el principal insumo para elaborar productos manufacturados en el sector alimentario son los alimentos elaborados y no elaborados domésticos (aproximadamente el 40 % de todos los insumos). Por ejemplo, se necesitan alimentos para dar de comer a los animales y se requiere harina para hacer pan. Los productos alimenticios importados de fuera de la zona del euro solo representan una pequeña parte de los costes de producción totales del sector alimentario (en torno al 5 %)⁵⁸. Al mismo tiempo, alrededor del 10 % de los alimentos elaborados, bebidas y productos del tabaco consumidos por los hogares se importan directamente de países de fuera de la zona del euro, y la proporción correspondiente a los alimentos frescos (incluidos

⁵⁷ Aunque la norma general al elaborar el IAPC es mantener tipos fijos de establecimientos y de productos, las dificultades en la recopilación de precios debidas a los confinamientos por el Covid-19 supusieron una estructura de establecimientos y de productos menos estable, como consecuencia de las imputaciones que fueron necesarias cuando no fue posible recopilar algunos precios.

⁵⁸ Estas estimaciones se basan en la tabla *input-output* de la zona del euro para 2018 proporcionada por Eurostat.

productos de pescado) es más elevada —en torno al 20 %—⁵⁹. En conjunto, esto sugiere que la disrupción de las cadenas de producción (incluidas las redes de distribución) observada en la zona del euro durante la pandemia de Covid-19 puede haber incidido de forma importante en la oferta de alimentos y, por tanto, en los precios.

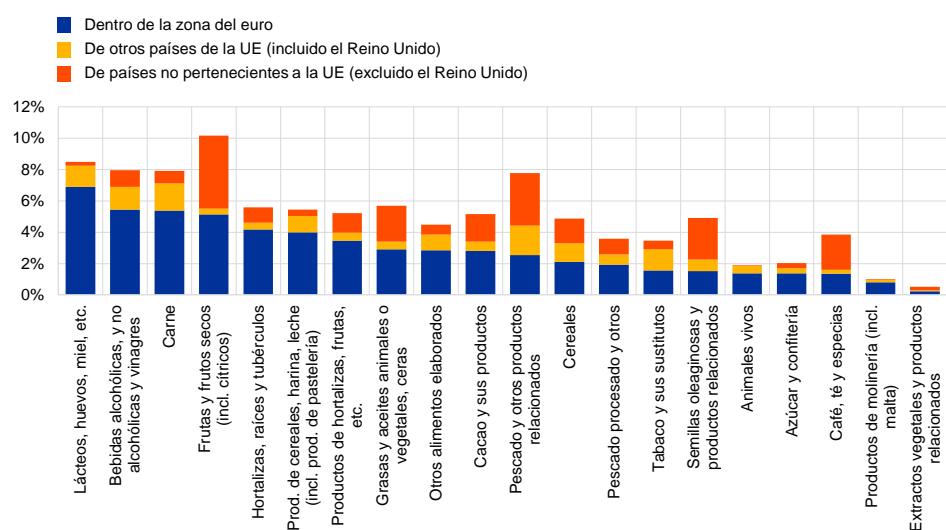
Las cadenas de producción dentro de la zona del euro son muy relevantes. Aquellas en las que participan los demás países de la UE y países de fuera de la UE, si bien suelen tener menos relevancia, pueden ser importantes para determinados productos. Los datos detallados por sectores de las importaciones de la zona del euro no ofrecen el desglose de las importaciones de alimentos utilizadas para la producción interna ni de las importaciones de alimentos entregadas directamente a las tiendas para el consumo de los hogares. Sin embargo, los datos sobre las importaciones totales de alimentos pueden proporcionar cierta información sobre los productos alimenticios que podrían ser más sensibles a disrupciones en las cadenas de producción. Los datos sobre el comercio correspondientes a 2019 de Eurostat muestran que alrededor del 40 % de las importaciones de alimentos de fuera de la zona del euro procedieron de los demás países de la UE (incluido el Reino Unido). Sin embargo, también hay un comercio sustancial de productos alimenticios dentro de la zona del euro. Para muchos grupos de productos, como los lácteos, las bebidas, la carne y las hortalizas, las importaciones procedentes de países de la zona del euro fueron significativamente superiores a las importaciones procedentes del resto de la UE y de países no pertenecientes a la UE (véase gráfico B). Los incrementos especialmente acusados de los precios de las hortalizas en abril podrían reflejar, por tanto, los cuellos de botella en la producción y el transporte de mercancías del sur al norte de Europa. Las subidas de los precios de estos productos se normalizaron en cierta medida en mayo, lo que sugiere que los cuellos de botella en el sur de Europa pueden haberse aliviado. Este alivio debería haber suavizado también las presiones en los precios de las frutas frescas, que, no obstante, continuaron aumentando a un ritmo algo más alto en mayo de 2020 que en el mismo mes de años anteriores. Dadas las cuantiosas importaciones de frutas frescas no solo de la zona del euro, sino también de países de fuera de la UE, los mayores repuntes de los precios de mayo podrían obedecer, en parte, a la disrupción de las cadenas de producción globales en países no pertenecientes a la UE como consecuencia de la pandemia de Covid-19.

⁵⁹ De acuerdo con las tablas *input-output*, «importaciones de alimentos y pescados frescos» incluye productos de la agricultura y de la caza y servicios relacionados, así como pescados, otros productos de la pesca, productos de la acuicultura y servicios de apoyo a la pesca. Esta clasificación no es totalmente acorde con el componente de alimentos no elaborados del IAPC.

Gráfico B

Composición y dirección de las importaciones de alimentos de la zona del euro en 2019

(porcentajes de las importaciones totales de productos alimenticios de la zona del euro)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En conjunto, en abril los incrementos de los precios de los alimentos fueron inusualmente fuertes y reflejaron una combinación de efectos de oferta y de demanda sin precedentes. Sin embargo, el IAPC de los alimentos de mayo y junio mostró signos de normalización en las variaciones de precios, al relajarse las restricciones a la movilidad y reanudarse la actividad. Todavía puede haber algunas presiones al alza sobre los precios a corto plazo debido a la posible escasez de temporeros o a los mayores costes de las medidas de higiene para las empresas. No obstante, si el aumento del desempleo es de carácter duradero, podría haber presiones a la baja a medio plazo, especialmente sobre los precios de los alimentos elaborados, como consecuencia de las limitaciones de las rentas de los hogares.

Cambios en los factores determinantes de la demanda de préstamos por parte de las empresas en la zona del euro durante la pandemia de Covid-19

Matteo Falagiarda, Petra Köhler-Ulbrich y Eduardo Maqui

La pandemia de coronavirus (Covid-19) está teniendo diversos efectos sobre los planes de negocio y las necesidades de financiación de las empresas. En vista de la importancia de la financiación bancaria para las empresas de la zona del euro⁶⁰, la encuesta sobre préstamos bancarios (EPB) en la zona del euro constituye una fuente única y valiosa de información cualitativa no solo sobre las condiciones aplicadas al crédito bancario, sino también sobre las necesidades de financiación de las empresas⁶¹. Si se combina con datos económicos y financieros cuantitativos, la información obtenida de la EPB ayuda a explicar la evolución de los planes de negocio y de las necesidades de financiación de las empresas, así como sus factores determinantes⁶². Este recuadro comienza con un análisis de la relación de largo plazo entre los indicadores de la EPB y la evolución observada de la inversión empresarial. A continuación se examina el aumento reciente de la demanda de préstamos por parte de las empresas, los factores impulsores y su vínculo con el destino de la financiación, en particular la inversión en capital fijo, en el contexto de la pandemia de Covid-19. Por último, se proporcionan más detalles sobre esta cuestión desde una perspectiva sectorial.

Los datos de la EPB sobre la demanda de préstamos a largo plazo y las necesidades de financiación para inversiones en capital fijo de las empresas ofrecen información valiosa y oportuna acerca de la evolución observada de este tipo de inversión, dada la estrecha correlación entre estas variables. La evidencia empírica muestra que los indicadores cualitativos de las entidades de crédito sobre la demanda de préstamos de las empresas presentan, en general, una correlación elevada con la evolución observada de otras variables económicas (véase gráfico A). En particular, existe una relación estrecha entre el plazo de vencimiento del préstamo⁶³, los determinantes de la demanda de crédito y la finalidad del préstamo. Por ejemplo, según la EPB, la demanda de préstamos a corto plazo y las necesidades de financiación de capital circulante asociadas

⁶⁰ Para más detalles, véase el artículo titulado «Assessing bank lending to corporates in the euro area since 2014», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2020.

⁶¹ Véanse los informes relativos a la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro en el sitio web del BCE. Para más información sobre la EPB, veáse P. Köhler-Ulbrich, H. S. Hempell y S. Scopel, «The euro area bank lending survey», *Occasional Paper Series*, n.º 179, BCE, septiembre de 2016, y el artículo titulado «What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

⁶² Indicadores de opinión alternativos directamente relacionados con las necesidades de inversión de las empresas proporcionaron información complementaria detallada, pero no suelen estar disponibles con la misma periodicidad. Véase el recuadro titulado «Las encuestas sobre perspectivas empresariales como indicadores de la inversión real de las empresas de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2020.

⁶³ En la EPB solo se utilizan dos plazos de vencimiento, «a corto plazo» y «a largo plazo». Los préstamos a corto plazo tienen un plazo de vencimiento inicial de hasta un año, mientras que el plazo de vencimiento inicial de los préstamos a largo plazo es superior a un año.

muestran una buena correlación con la evolución observada de las existencias. Del mismo modo, la demanda de préstamos a largo plazo y las necesidades de financiación asociadas a inversiones en capital fijo muestran una correlación elevada con la evolución observada de la formación bruta de capital fijo⁶⁴. Más concretamente, un aumento de 1 punto porcentual neto de las necesidades de financiación de las empresas para inversiones en capital fijo suele vincularse a un incremento de unos 0,3 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento interanual de dicha inversión. Una valoración más formal pone de manifiesto el valor informativo del indicador basado en la EPB para realizar una predicción a muy corto plazo (*nowcasting*) de la inversión en capital fijo. En particular, un modelo que también tiene en cuenta el indicador de demanda de préstamos de la EPB para predecir la dinámica de la inversión en capital fijo mejora de forma significativa su precisión frente a un modelo básico (*naïve*) que solo incluye valores pasados sobre esta variable⁶⁵.

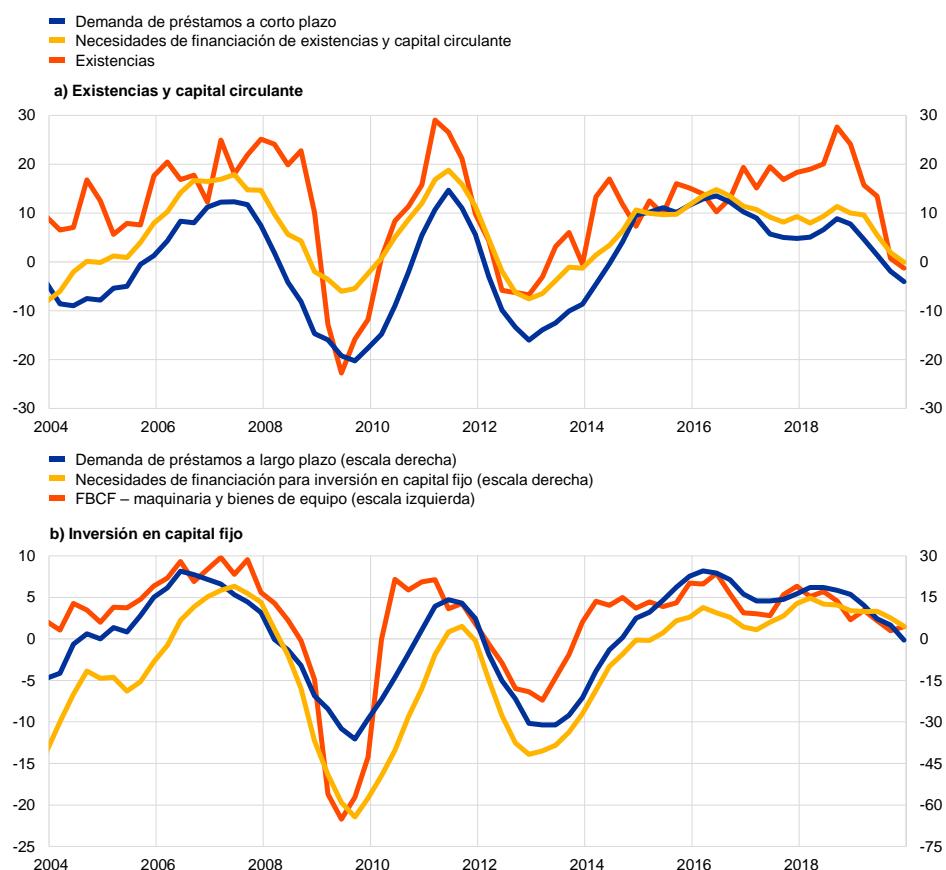
⁶⁴ Dada la estrecha relación contemporánea entre la inversión en capital fijo y las indicaciones de las entidades de crédito sobre la demanda de préstamos de las empresas, ambos son buenos indicadores adelantados (en torno a tres trimestres) del crecimiento de los préstamos. Para más detalles sobre las características cíclicas de los préstamos bancarios, véase M. Darracq Pariès, A. C. Drahtosky, M. Falagiarda y A. Musso, «Macroeconomic analysis of bank lending for monetary policy purposes», *Occasional Paper Series*, de próxima publicación, BCE.

⁶⁵ La mejora en la precisión de las predicciones a muy corto plazo de la inversión en capital fijo se ve confirmada por un aumento del 19,85 % de la raíz del error cuadrático medio. Los ejercicios de análisis convencional de la varianza (ANOVA, por sus siglas en inglés) indican que la capacidad predictiva superior dentro de la muestra del modelo aumentada con el indicador basado en la EPB es estadísticamente muy significativa.

Gráfico A

Relación de largo plazo entre las necesidades de financiación y la demanda de préstamos de las empresas

(panel a: media móvil de cuatro trimestres del porcentaje neto de entidades que señalan un aumento, mm de euros; panel b: media móvil de cuatro trimestres del porcentaje neto de entidades que señalan un aumento, tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE (EPB) y Eurostat.

Notas: «Existencias» se refiere a variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos (Eurostat), y «FBCF», a formación bruta de capital fijo (Eurostat). La demanda de préstamos a corto plazo y de préstamos a largo plazo, las necesidades de financiación de existencias y capital circulante, y las necesidades de financiación de inversión en capital fijo se expresan en términos de porcentajes netos de las entidades de crédito que indican un aumento o un impacto positivo en la demanda de préstamos de las empresas, basados en la EPB. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2019, es decir, antes del inicio de la pandemia de Covid-19.

Durante la pandemia de Covid-19, este vínculo estrecho entre el plazo de vencimiento y la finalidad de los préstamos se ha mantenido en el caso de los préstamos a corto plazo. La naturaleza sin precedentes de la pandemia provocó un aumento acusado del crecimiento de los préstamos a empresas entre marzo y mayo de 2020 (véase el gráfico 12 de este Boletín Económico). La demanda de préstamos de las empresas estuvo impulsada por la reducción de su capacidad para financiar costes con flujos de caja, debido a la fuerte caída de los ingresos durante la pandemia. Esta situación generó acuciantes necesidades de liquidez para financiar el capital circulante (véase el panel a del gráfico B)⁶⁶. Por otra parte, en un entorno de incertidumbre elevada, las empresas solicitaron préstamos para acumular colchones de liquidez por motivo de precaución. Estas necesidades de

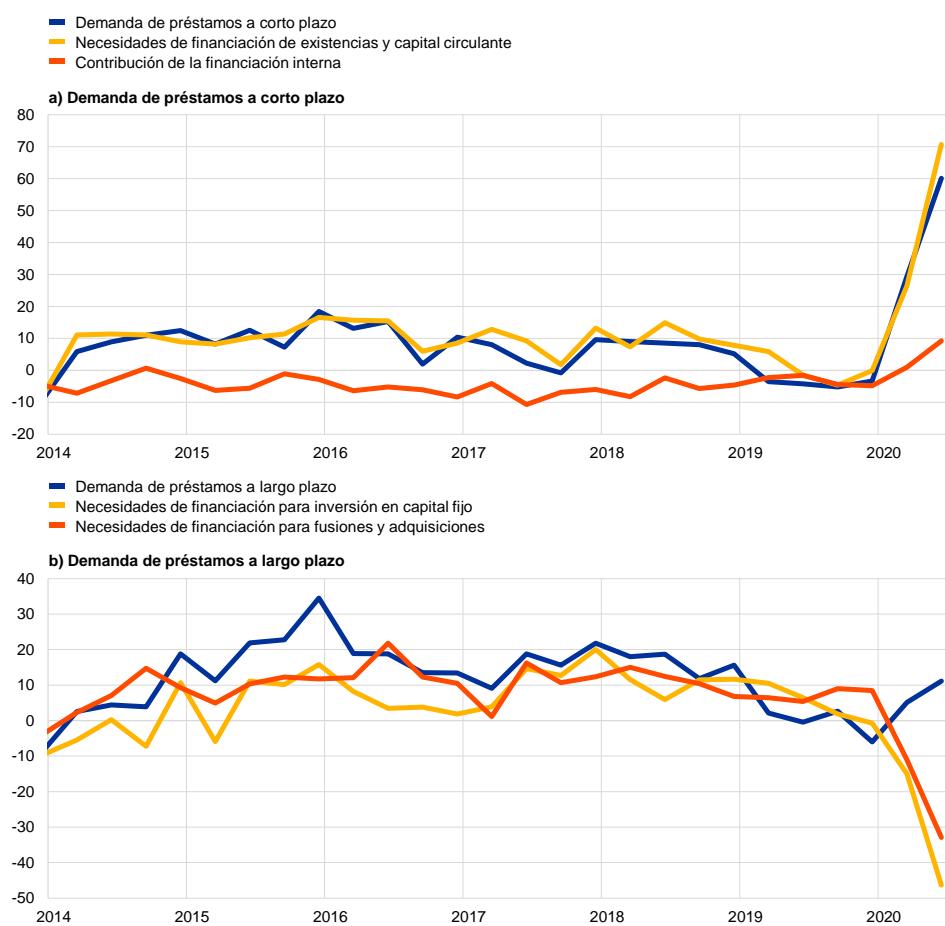
⁶⁶ Véase «The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020».

liquidez apremiantes estuvieron asociadas principalmente a la demanda de préstamos a corto plazo.

Gráfico B

Evolución reciente de las necesidades de financiación y la demanda de préstamos de las empresas

(porcentaje neto de entidades que señalan un aumento de la demanda de préstamos, y factores determinantes)



Fuente: BCE (EPB).

Nota: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2020.

En cambio, la demanda de préstamos a largo plazo de las empresas se ha desvinculado de la evolución de la inversión en capital fijo, reflejo de las importantes medidas de apoyo aplicadas en el ámbito monetario y fiscal en respuesta a la crisis del Covid-19. Durante la pandemia, la estrecha relación existente entre el plazo de vencimiento y la finalidad de los préstamos se ha visto interrumpida respecto de los plazos de vencimiento más largos. Aunque la demanda de préstamos a largo plazo aumentó en la primera mitad del año, las necesidades de financiación asociadas a inversiones en capital fijo de las empresas se redujeron notablemente (véase el panel b del gráfico B). Esta sustancial disminución fue acompañada de una fuerte caída de la inversión empresarial en el primer trimestre

de 2020, y se espera que se haya intensificado en el segundo trimestre del año⁶⁷. Ello se debe a la reducción o al aplazamiento de gastos de capital por parte de las empresas, consecuencia de la necesidad de compensar las pérdidas de ingresos en un contexto de incertidumbre elevada. Al mismo tiempo, el incremento de la demanda de préstamos a largo plazo de las empresas se ha visto impulsada por la persistencia de unos criterios favorables de concesión de crédito⁶⁸ y por unos tipos de interés históricamente bajos de los préstamos bancarios (véase también el gráfico 13 de este Boletín Económico), reflejo de las importantes medidas de apoyo aplicadas en el área monetaria y fiscal, en particular los avales públicos para préstamos bancarios, que suelen garantizar préstamos a largo plazo. La percepción de mayor duración de la pandemia y la considerable incertidumbre consiguiente también han contribuido al incremento de la demanda de financiación a largo plazo por parte de las empresas.

Una comparación por tamaños de empresa muestra que el cambio en los factores determinantes de la demanda de préstamos fue más acusado para las pequeñas y medianas empresas (pymes), que se han beneficiado considerablemente de las medidas de apoyo al crédito bancario durante la pandemia. En el segundo trimestre de 2020, la demanda de préstamos de las pymes aumentó más que la de las grandes empresas, reflejo de su mayor dependencia de las entidades de crédito para obtener financiación y cubrir necesidades urgentes de liquidez (véase el panel a del gráfico C). Al mismo tiempo, las entidades han respondido a esta intensa demanda con préstamos a tipos de interés muy bajos. En concreto, a escala de la zona del euro, la diferencia entre los tipos de interés aplicados a los préstamos por un importe inferior a 250.000 euros (una aproximación de los préstamos a pymes) y los de los préstamos por un importe superior a un millón de euros se ha estrechado en los últimos meses (véase el panel b del gráfico C), lo que sugiere que las pymes se han beneficiado notablemente de las recientes medidas de política monetaria adoptadas para apoyar a las entidades de crédito, como las operaciones TLTRO III⁶⁹, así como de los avales públicos para préstamos, que suelen destinarse a este grupo específico de empresas.

⁶⁷ Por consiguiente, los indicadores cualitativos de las entidades de crédito sobre las necesidades de financiación asociadas a inversiones en capital fijo de las empresas siguen siendo de utilidad para realizar una predicción a muy corto plazo de la evolución de la inversión fija.

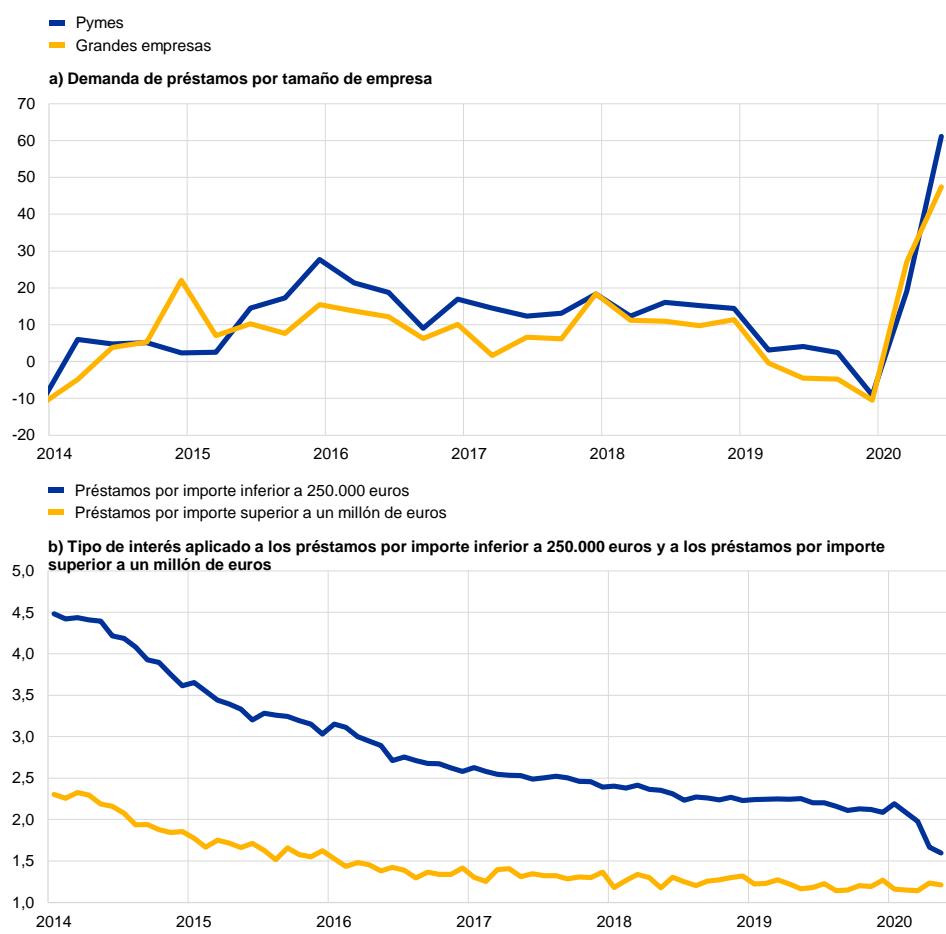
⁶⁸ Véase «[The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020](#)».

⁶⁹ Para un análisis más detallado de la eficacia de las medidas del BCE, véase el recuadro titulado «[Impacto de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en respuesta a la crisis del Covid-19](#)» en este Boletín Económico.

Gráfico C

Evolución reciente de la demanda de préstamos y tipos de interés aplicados a los préstamos, por tamaño

(panel a: porcentaje neto de entidades que señalan un aumento de la demanda de préstamos; panel b: porcentajes)



Fuentes: BCE (EPB) y BCE (estadísticas de los tipos de interés aplicados por las instituciones financieras monetarias [IFM]).
Notas: En el panel a), que se basa en la EPB, la última observación corresponde al segundo trimestre de 2020. En el panel b), la última observación corresponde a mayo de 2020.

La comparación de las necesidades de financiación de los distintos sectores muestra que la demanda de préstamos bancarios por parte de los más afectados por la crisis se incrementó de forma considerable, mientras que su valor añadido se redujo. La pérdida de valor añadido derivada de la pandemia de Covid-19 en el primer trimestre de 2020 fue más acusada en el comercio, el transporte y los servicios de alojamiento y restauración que en las manufacturas, la construcción y otros sectores (véase el panel a) del gráfico D). En el segundo trimestre, los estrictos confinamientos, la falta de demanda, las interrupciones en las cadenas de suministro y la elevada incertidumbre también habrían reducido sustancialmente la producción de amplios segmentos de las manufacturas, como se reflejó en el significativo retroceso de la confianza de este sector (véase el panel b).

del gráfico D)⁷⁰. Además, otros indicadores, como la utilización de la capacidad productiva y la producción del sector de bienes de equipo, apuntan a una caída pronunciada de la inversión de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020⁷¹. Habida cuenta de la importancia de la industria manufacturera en la inversión empresarial total, es probable que la disminución del valor añadido bruto observada en este sector haya desempeñado un papel destacado en la reducción de la inversión de las empresas durante la pandemia. La evolución de la actividad de los distintos sectores es básicamente acorde con la evidencia más reciente obtenida de la EPB, que indica que, en la primera mitad del año, la demanda de préstamos se incrementó de forma notable en las manufacturas⁷², los servicios (excluidos los servicios financieros y las actividades inmobiliarias) y el comercio mayorista y minorista (véase el panel c del gráfico D). Estos datos apuntan a necesidades de liquidez acuciantes en estos sectores. En cambio, la demanda de préstamos aumentó menos en la construcción, y más concretamente en el sector inmobiliario, que, hasta ahora, se ha visto menos afectado por la crisis. Esto puede atribuirse a una intensidad de uso del factor trabajo y a unos costes fijos más reducidos en este sector, lo que se tradujo en menores necesidades de liquidez durante el período de confinamiento.

⁷⁰ Para más información sobre las pérdidas sectoriales esperadas, véase 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.

⁷¹ Véase «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro](#)», junio de 2020.

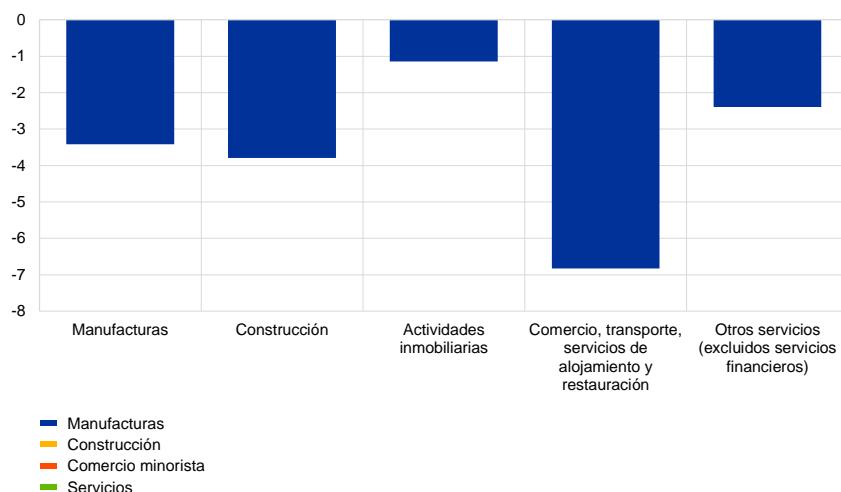
⁷² En el caso de las manufacturas, la demanda de préstamos también estuvo impulsada por las necesidades de inversión derivadas de la regulación en el sector del automóvil.

Gráfico D

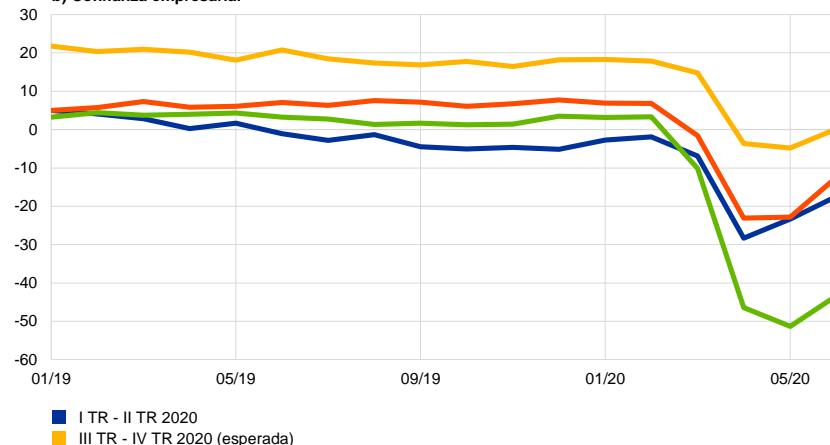
Valor añadido bruto, confianza empresarial y demanda de préstamos en distintos sectores

(panel a: variaciones interanuales en el primer trimestre de 2020 con respecto al cuarto trimestre de 2019; panel b: saldos netos, desviación de la media de largo plazo; panel c): porcentaje neto de entidades que señalan un aumento de la demanda de préstamos)

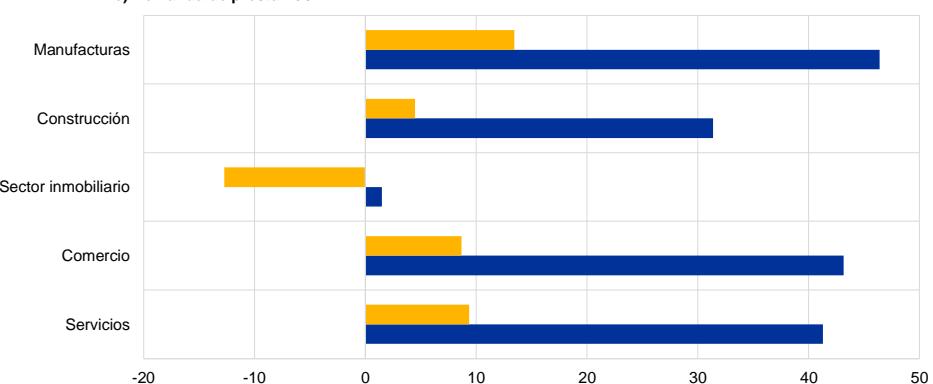
a) Valor añadido bruto



b) Confianza empresarial



c) Demanda de préstamos – EPB



Fuentes: BCE (EPB), Eurostat y Comisión Europea.

Notas: En el panel b, «media de largo plazo» se refiere al período a partir de 1999. El panel c muestra el porcentaje neto de entidades que señalan un aumento de la demanda de préstamos en la encuesta sobre préstamos bancarios (EPB) en la zona del euro de julio de 2020. «Construcción» se refiere a la construcción, excluidas la promoción y la construcción inmobiliaria; «sector inmobiliario», a la promoción y construcción inmobiliaria; y a las actividades inmobiliarias; «comercio» al comercio, mayorista y minorista, y «servicios», a los servicios, excluidos los servicios financieros y las actividades inmobiliarias.

Dados los sustanciales riesgos que están afectando a la financiación bancaria de las empresas, es esencial mantener las medidas de apoyo monetario y fiscal para asegurar una recuperación rápida y duradera de la inversión empresarial y de la actividad económica. Mediante su contribución a preservar unas condiciones de crédito bancario favorables, las importantes medidas de apoyo adoptadas en el ámbito monetario y fiscal han servido hasta ahora de respaldo frente al riesgo de que se produzca una espiral adversa entre los sectores real y financiero. De hecho, los datos más recientes de encuestas correspondientes a junio señalan una mejora de las expectativas de producción y de la confianza de las empresas desde el mínimo registrado en el sector manufacturero en abril, lo que apunta a la posibilidad de que la actividad inversora se recupere en cierta medida en la segunda mitad de 2020. Con todo, las expectativas de finalización de los programas de avales públicos para préstamos a empresas en algunos países de la zona del euro en los próximos meses pueden suscitar nuevas dudas sobre la solvencia de los prestatarios. En este contexto, el mantenimiento de un entorno propicio en el ámbito de las políticas en el futuro próximo será esencial para preservar las favorables condiciones de financiación y facilitar el flujo de crédito a las empresas. Con ello mejoraría también la confianza que necesitan las empresas para acometer proyectos de inversión a largo plazo, de los que depende que la recuperación de la actividad económica sea sostenida.