

## Recuadros

1

### La leva búlgara y la kuna croata en el mecanismo de tipos de cambio (MTC II)

Ettore Dorrucci, Michael Fidora, Christine Gartner y Tina Zumer

**La leva búlgara y la kuna croata se incorporaron al mecanismo de tipos de cambio (MTC II) el 10 de julio de 2020.** La decisión fue adoptada de común acuerdo por los ministros de Economía y Finanzas de los países de la zona del euro, la presidenta del Banco Central Europeo, y los ministros de Economía y Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales de Dinamarca, Bulgaria y Croacia, tras concluir un procedimiento común en el que participaron la Comisión Europea y el Comité Económico y Financiero. La incorporación al MTC II es el último paso de una hoja de ruta pormenorizada en la que se establecía un proceso caracterizado por la colaboración constructiva entre las autoridades búlgaras y croatas y los participantes en el MTC II, basado en evaluaciones económicas exhaustivas y en el principio de igualdad de trato.

**El MTC II se introdujo en 1999 como una de las formas de evaluar la convergencia de un país con la zona del euro.** El mecanismo tiene dos finalidades principales. La primera es actuar como sistema de gestión de los tipos de cambio entre las monedas de los países participantes y el euro, y la segunda es contribuir a la evaluación de la convergencia para la adopción del euro, como establece el artículo 140 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Por lo tanto, la participación en el MTC II no solo es la base jurídica del criterio de convergencia relativo a la estabilidad del tipo de cambio, sino que también es un medio para examinar la sostenibilidad de la convergencia antes y después de adoptar el euro. Dado que haber participado en el MTC II durante al menos dos años sin que se hayan producido tensiones graves es un requisito previo para la eventual adopción de la moneda única, se espera que todos los Estados miembros de la UE se incorporen al mecanismo en algún momento.

**El MTC II es un acuerdo multilateral de tipos de cambio fijos, pero ajustables, que establece una paridad central entre las monedas participantes y el euro, y una banda de fluctuación estándar de ±15 % en torno a la paridad central.** Otras características importantes son las intervenciones de los bancos centrales en los márgenes de la banda de fluctuación acordada y la disponibilidad de financiación a muy corto plazo proporcionada por los bancos centrales participantes. Cuando una moneda se incorpora al MTC II, el banco central nacional puede comprometerse unilateralmente a mantener una banda de fluctuación más estrecha que la establecida en el MTC II, sin que ello imponga ninguna obligación adicional al BCE o

a los demás participantes en el mecanismo<sup>16</sup>. Durante el período de participación en el MTC II puede ser necesario reajustar la paridad central (como sucedió en el pasado con la corona eslovaca) o modificar la amplitud de la banda de fluctuación si se producen variaciones significativas del tipo de cambio de equilibrio de la moneda de un país participante, o en caso de que las políticas económicas sean inconsistentes. En principio, las intervenciones en los márgenes de las bandas de fluctuación son automáticas e ilimitadas. No obstante, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes pueden suspender estas intervenciones en cualquier momento si entran en conflicto con el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios.

**La experiencia demuestra que el MTC II puede dar cabida a regímenes de tipos de cambio distintos, como actualmente ocurre con los de Bulgaria y Croacia.**

El mecanismo ofrece margen suficiente para ajustarse a perturbaciones y a la evolución de los mercados. Al mismo tiempo, puede incorporar, como compromiso unilateral, regímenes cambiarios fijos o de flotación estrechamente controlada, e incluso sistemas de *currency board*<sup>17</sup>. Este último sistema fue el utilizado por el Eesti Pank y el Lietuvos bankas antes de la adopción del euro y en la actualidad lo emplea el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria). El Hrvatska narodna banka mantiene la estabilidad del tipo de cambio de la kuna frente al euro para conseguir su objetivo primordial de preservar la estabilidad de precios, pero no se ha comprometido a aplicar un tipo de cambio fijo. En cualquier caso, todos los países participantes deben permanecer en el mecanismo durante al menos dos años, antes de que los informes de convergencia del BCE y de la Comisión Europea puedan ofrecer una posible evaluación positiva en relación con la adopción del euro<sup>18</sup>.

**El proceso encaminado a participar en el MTC II ha evolucionado con el tiempo, pero siempre se basa en el principio de igualdad de trato.** En la última ocasión en la que varios países se incorporaron a este mecanismo, hace más de quince años, para participar se exigió contraer y hacer público un compromiso firme, aunque general, de aplicar políticas económicas orientadas a la estabilidad. En los años posteriores se extrajeron importantes lecciones de política económica de la crisis financiera global, crisis que no solo afectó a la zona del euro, sino también a varios países cuyas monedas estaban integradas en el MTC II. La gobernanza de la zona del euro se reformó tras la crisis, lo que dio lugar a una supervisión económica y fiscal más estrecha, y al establecimiento de la unión bancaria. Durante ese período, también se comprendió mejor que la participación en el MTC II puede tener

<sup>16</sup> Las bandas acordadas multilateralmente que sean más estrechas que la banda estándar solo deben considerarse en una fase muy avanzada del proceso de convergencia. Este es el caso de la corona danesa, a la que se aplica una banda de fluctuación frente al euro acordada multilateralmente del ±2,25 %.

<sup>17</sup> Véase «*Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to acceding countries*», BCE, Frankfurt am Main, 18 de diciembre de 2003.

<sup>18</sup> El Consejo de la Unión Europea decide la adopción del euro por parte de un país en consonancia con las disposiciones pertinentes del Tratado. Tras consultar al Parlamento Europeo y una vez debatida la cuestión en el Consejo Europeo, el Consejo, a propuesta de la Comisión, decide qué Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro propuestos reúnen las condiciones necesarias para adoptar la moneda única. Esta decisión se toma con arreglo a una serie de criterios expuestos en el artículo 140 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Los informes sobre el cumplimiento de dichos criterios, denominados informes de convergencia, son elaborados por el BCE y por la Comisión Europea. El Consejo actúa sobre la base de una recomendación de una mayoría cualificada de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

repercusiones importantes, ya que constituye un cambio de régimen que puede alterar los incentivos económicos de los inversores internacionales y locales. En concreto, después de incorporarse al mecanismo, las entradas brutas de capital distintas de la inversión extranjera directa se aceleraron de forma acusada en varios países, también en comparación con las registradas en otras economías de la región en ese mismo período. En algunos casos, esta dinámica resultó ser insostenible y provocó episodios de importantes flujos de salida de capital en los años siguientes.

**Una importante lección de la crisis financiera global fue que, en el período anterior a la adopción del euro, una elevada calidad institucional y una buena gobernanza contribuyen a reducir el riesgo de acumulación de desequilibrios excesivos.** Una mayor capacidad de resistencia estructural crea las condiciones necesarias para asignar capital a empresas productivas en lugar de a las que buscan ventajas económicas, con lo que se contribuye al proceso de convergencia en vez de a la formación de burbujas. Además, una buena gobernanza hace que los responsables de formular políticas económicas puedan resistir presiones de grupos de interés contrarios a la aplicación de las reformas necesarias y acumular amortiguadores en épocas normales y de bonanza, incluidas medidas macroprudenciales y fiscales anticíclicas. En los últimos años, estas lecciones y desarrollos se han reflejado en la hoja de ruta hacia el MTC II diseñada por las autoridades nacionales de Bulgaria y de Croacia en colaboración con los participantes en el MTC II.

**La inclusión de una moneda en el MTC II sigue el procedimiento establecido en la Resolución del Consejo Europeo de 16 de junio de 1997<sup>19</sup>.** Las decisiones relativas a la participación en el MTC II se adoptan de común acuerdo entre los participantes en el mecanismo, lo que supone alcanzar un consenso sobre la aplicación de políticas sostenibles por parte del Estado miembro que solicite la incorporación de su moneda al MTC II. Asimismo, más recientemente se ha aclarado que este consenso depende de tres factores fundamentales: i) que se reflejen las lecciones aprendidas de crisis anteriores; ii) que se tenga en cuenta la introducción de la unión bancaria, y iii) que se reconozca la necesidad de tomar debidamente en consideración las vulnerabilidades específicas de los países que deban abordarse para asegurar una participación sin problemas en el mecanismo de tipos de cambio.

**Sobre la base de este enfoque, las autoridades búlgaras y croatas identificaron una serie de compromisos previos, que fueron adoptados formalmente en el verano de 2018 por Bulgaria y en el verano de 2019 por Croacia.** Estos compromisos se perfilaron en colaboración con los participantes en el MTC II y debían cumplirse voluntariamente antes de incorporarse al mecanismo. Reflejan la realidad actual de manera razonable, proporcional y motivada. En particular, los compromisos asumidos deben ser concretos, realistas y verificables, y han de ser aplicados, monitorizados y verificados en un plazo relativamente breve. El BCE y la Comisión Europea han realizado un seguimiento y han evaluado su

---

<sup>19</sup> Resolución del Consejo Europeo sobre el establecimiento de un mecanismo de tipos de cambio en la tercera fase de la unión económica y monetaria (DO C 236 de 2.8.1997, p. 5).

cumplimiento en sus respectivos ámbitos de competencia, la supervisión bancaria y la política macroprudencial en el caso del BCE, y las políticas estructurales en el de la Comisión Europea (las políticas fiscales se rigen por las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento).

**Para garantizar una senda de convergencia sostenible hacia la zona del euro, Bulgaria y Croacia asumieron compromisos adicionales cuando se incorporaron al MTC II el 10 de julio de 2020<sup>20</sup>.** En línea con las prácticas seguidas anteriormente, Bulgaria y Croacia asumieron compromisos voluntarios, los denominados compromisos posteriores a la integración, cuando se incorporaron al MTC II. El acuerdo sobre la participación de la leva búlgara y la kuna croata en este mecanismo ha ido acompañado también de un firme compromiso por parte de las autoridades nacionales respectivas de aplicar políticas económicas sólidas, con el objetivo de preservar la estabilidad económica y financiera, así como de alcanzar un elevado grado de convergencia económica sostenible. Las autoridades, junto con los organismos competentes de la Unión Europea, realizarán un estrecho seguimiento de la evolución de las políticas macroeconómicas y de la aplicación de estas medidas en los marcos correspondientes. En general, el proceso previo a la incorporación al MTC II ha servido de catalizador de reformas que mitigarán los riesgos asociados al mecanismo, con miras a la adopción posterior del euro. Aunque estas reformas no eliminan los riesgos, su importancia para preparar una participación sostenible en la unión monetaria no debe subestimarse.

**La leva búlgara y la kuna croata se incluyeron en el MTC II con los niveles de sus tipos de cambio vigentes en ese momento.** La leva se ha incorporado al MTC II con una paridad central de 1,95583 levas por euro, que corresponde al tipo de cambio fijo del sistema de *currency board* vigente para Bulgaria. La kuna se ha incluido en el MTC II con una paridad central de 7,53450 kunas por euro, que corresponde al tipo de cambio de mercado vigente en la fecha de su integración, el 10 de julio de 2020.

**La inclusión de ambas monedas al tipo de cambio vigente en ese momento refleja el hecho de que Bulgaria y Croacia cuentan con una trayectoria de notable estabilidad cambiaria, bajo la cual ambas economías han experimentado un ajuste externo significativo.** Durante más de dos décadas, el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) ha mantenido un sistema de *currency board* por el que se comprometía a intercambiar levas por euros aplicando un tipo de cambio fijo. El Hrvatska narodna banka ha mantenido un régimen de flotación controlada bajo el cual la kuna fluctúa dentro de una banda relativamente estrecha en torno a su tipo de cambio medio frente al euro. Aunque los dos sistemas presentan diferencias fundamentales en su funcionamiento, ambos han servido adecuadamente a sus economías. En concreto, han demostrado su capacidad de resistencia en épocas de tensiones graves en los mercados financieros, también durante la actual pandemia de coronavirus (Covid-19). Además, los dos países experimentaron un ajuste externo significativo tras el inicio de la crisis financiera global. Ello implicó una corrección de sus abultados déficits por cuenta

---

<sup>20</sup> En el sitio web del BCE pueden consultarse los comunicados, las cartas de solicitud de los dos países y la lista de compromisos asumidos por [Bulgaria](#) y [Croacia](#) tras la incorporación al MTC II.

corriente, que desde entonces se han convertido en superávits. En consecuencia, sus pasivos exteriores netos se han reducido de forma considerable, y los dos bancos centrales han acumulado cómodos colchones de reservas de divisas.

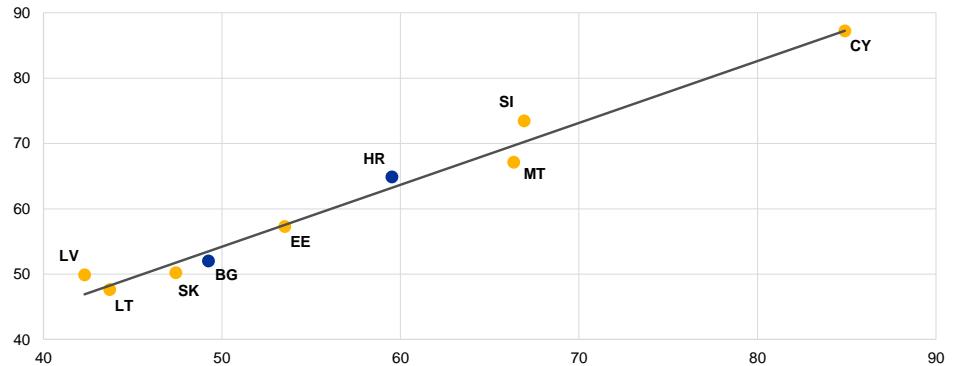
**El reajuste externo ha llevado aparejado un ajuste nominal en ambos países, y los niveles de precios reflejan claramente el estado de la convergencia de las dos economías.** Los dos países registraron aumentos sustanciales de los precios y de los costes antes de la crisis financiera global, que, en parte, fueron consecuencia del proceso de convergencia real, es decir, del hecho de que ambas economías estaban convergiendo, en términos de niveles de renta, con el resto de la Unión Europea. Por el contrario, la crisis financiera global provocó una cierta corrección de los niveles de precios y costes, tanto en Bulgaria como en Croacia. En consecuencia, en la actualidad, sus niveles de precios con respecto a los de la zona del euro son acordes con sus niveles de renta en relación con los de la zona del euro. Aunque estos niveles se mantienen considerablemente por debajo de los de la zona, ello no constituye, por sí solo, un obstáculo para participar en el MTC II. La experiencia anterior ha demostrado que los países que se incorporan al MTC II en fases comparables, o incluso menos avanzadas, de la convergencia pueden introducir posteriormente el euro de manera satisfactoria. A este respecto, un requisito previo más importante para participar con éxito en el MTC II es que los niveles de precios sean acordes con los niveles de renta (como se muestra en el gráfico A) y, más en general, con los fundamentos económicos del país.

#### Gráfico A

##### PIB per cápita y niveles de precios relativos con respecto a la zona del euro

(porcentajes; eje de abscisas: PIB per cápita en relación con la zona del euro; eje de ordenadas: nivel de precios en relación con la zona del euro)

- Bulgaria y Croacia en 2019
- Países un año antes de su incorporación al MTC II



Fuente: BCE.

## Mejora de las medidas del tipo de cambio efectivo del BCE

Michael Fidora y Martin Schmitz

**El tipo de cambio efectivo (TCE) de una moneda es un índice de la media ponderada de sus tipos de cambio bilaterales frente a las monedas de un grupo de socios comerciales; el TCE real se calcula ajustando este índice nominal por los precios o costes relativos<sup>21</sup>.** El método de ponderación empleado para agregar los tipos de cambio bilaterales refleja la importancia relativa de cada país como socio comercial. El TCE nominal ponderado por el comercio proporciona una medida resumida del valor externo de una moneda, mientras que el TCE real ponderado por el comercio es el indicador más utilizado de la competitividad de una economía en términos de precios y costes internacionales.

**El BCE ha actualizado recientemente el método de cálculo de sus índices del TCE del euro, con el fin de tener en cuenta la evolución de los vínculos comerciales internacionales y, en particular, la creciente relevancia del comercio internacional de servicios<sup>22</sup>.** El BCE actualiza cada tres años las ponderaciones comerciales utilizadas para calcular sus índices del TCE, con el fin de captar oportunamente los cambios a medio plazo en la estructura del comercio de la zona del euro. En el ejercicio más reciente —concluido en julio de 2020—, el BCE revisó el método de ponderación para incluir no solo el comercio de manufacturas, sino también el de servicios<sup>23</sup>. Aunque las manufacturas siguen constituyendo la parte más importante de los intercambios comerciales de la zona, el comercio de servicios ha adquirido relevancia en las últimas décadas como consecuencia de la globalización y de la digitalización, y representaba alrededor del 30 % del comercio de la zona al final de 2019<sup>24</sup>. Además, la mejora de la cobertura de los datos facilitó la incorporación del comercio de servicios sobre la base de la metodología establecida por el BCE. El número de socios comerciales incluidos en los índices de TCE también se incrementó de 38 a 42, lo que representa casi el 90 % del comercio de bienes manufacturados y de servicios de la zona del euro<sup>25</sup>.

<sup>21</sup> Los indicadores armonizados de competitividad (IAC), que se basan en la misma metodología y datos que los índices del TCE del euro, se calculan para cada país de la zona del euro, y se han mejorado de la misma manera que los índices del TCE.

<sup>22</sup> Para una descripción de la metodología utilizada para calcular los índices del TCE, véanse M. Schmitz, M. De Clercq, M. Fidora, B. Lauro y C. Pinheiro, «Revisiting the effective exchange rates of the euro», *Journal of Economic and Social Measurement*, vol. 38, n.º 2, 2013, pp. 127-158, y R. Brisson y M. Schmitz, «The ECB's enhanced effective exchange rates and harmonised competitiveness indicators – an updated weighting scheme including trade in services», *Statistics Paper Series*, BCE (de próxima publicación).

<sup>23</sup> En este ejercicio se añadieron a la serie las ponderaciones comerciales medias del trienio 2016-2018, al tiempo que se revisaron las ponderaciones correspondientes a períodos anteriores (1995-2015).

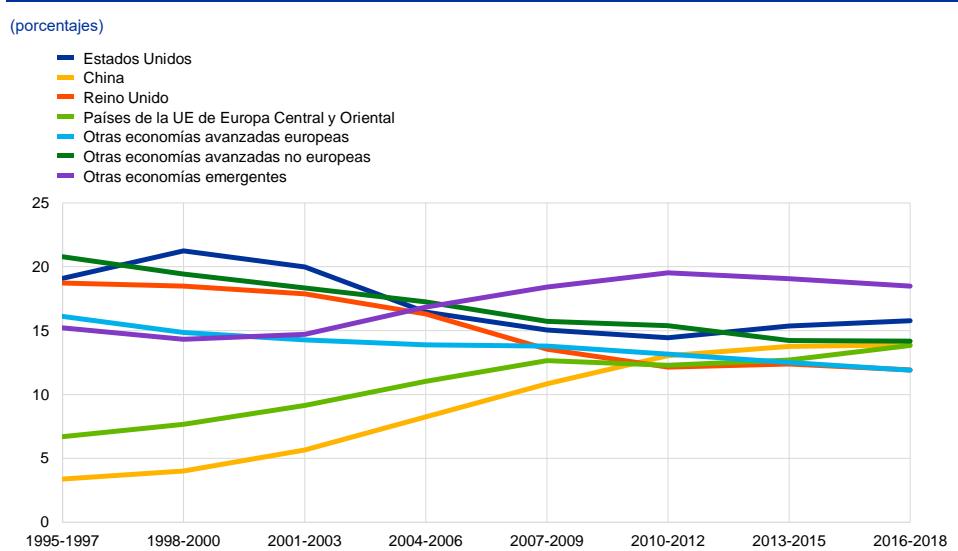
<sup>24</sup> El comercio de servicios es superior al de manufacturas en Luxemburgo, Chipre, Malta, Irlanda y Grecia (en orden descendente).

<sup>25</sup> Colombia, Perú, Arabia Saudí, Ucrania y Emiratos Árabes Unidos se han añadido al grupo de socios comerciales, que ahora está integrado por todos los países no pertenecientes a la zona del euro miembros de la UE, del G-20 y de la Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económicos (OCDE), así como Argelia, Hong Kong RAE, Malasia, Marruecos, Perú, Filipinas, Taiwán, Tailandia, Emiratos Árabes Unidos y Ucrania. Venezuela ha quedado excluida del grupo de socios comerciales por la dificultad para obtener estadísticas económicas fiables de este país y por su menor importancia como socio comercial de la zona del euro.

**Las nuevas ponderaciones basadas en el comercio muestran que la influencia de las economías emergentes, que adquirieron una relevancia creciente para los intercambios comerciales de la zona del euro durante la década de 2000, ya ha dejado de crecer, mientras que los países de la UE de Europa Central y Oriental han cobrado importancia (véase gráfico A).** De hecho, estos últimos países, como consecuencia de su mayor integración en las cadenas de valor europeas, aumentaron su participación agregada en el comercio de la zona del euro entre 2016 y 2018, hasta prácticamente igualar la de China. Por otra parte, el peso de las economías emergentes incluso disminuyó, pese a que el de China creció marginalmente. En términos de países, el principal socio comercial de la zona del euro continuó siendo Estados Unidos —es más, su peso se elevó ligeramente, debido, sobre todo, a la creciente importancia del comercio de servicios—, seguido de China y Reino Unido, cuya participación, no obstante, se ha reducido de forma significativa desde mediados de los años noventa.

#### Gráfico A

#### Evolución de las ponderaciones comerciales globales en el TCE-42 del euro



Fuente: BCE.

Notas: «Paises de la UE de Europa Central y Oriental» incluye a Bulgaria, República Checa, Croacia, Hungría, Polonia y Rumanía; «otras economías avanzadas europeas» a Dinamarca, Islandia, Noruega, Suecia y Suiza; «otras economías avanzadas no europeas» a Australia, Canadá, Hong Kong RAE, Israel, Japón, Nueva Zelanda, Singapur, Corea del Sur y Taiwán, y «otras economías emergentes» a Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, India, Indonesia, Malasia, México, Marruecos, Filipinas, Perú, Rusia, Arabia Saudí, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Emiratos Árabes Unidos.

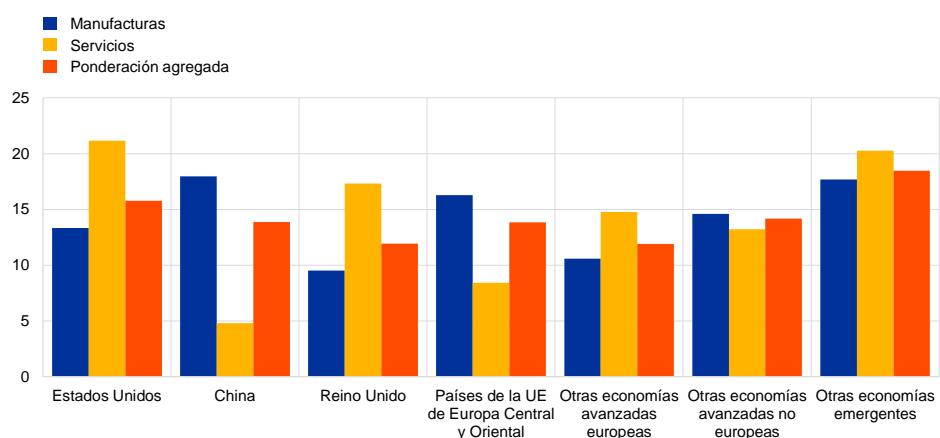
**Existen diferencias significativas en la importancia relativa del comercio de manufacturas y de servicios para los principales socios comerciales de la zona del euro (véase gráfico B).** La posición de Estados Unidos como el socio comercial más importante de la zona del euro se debe, principalmente, a su elevado peso en el comercio de servicios con la zona, en particular en los servicios de telecomunicaciones, de informática y de información, así como en otros servicios empresariales. La participación de Estados Unidos en el comercio de manufacturas es muy inferior a la de China, que es el mayor socio comercial de la zona si solo se consideran las manufacturas. El peso de los intercambios comerciales de servicios es también muy superior al de las manufacturas para el Reino Unido y el grupo «otras economías avanzadas europeas», mientras que es mucho menor para los

países de la UE de Europa Central y Oriental, cuyos lazos comerciales con la zona del euro están determinados, en gran medida, por su integración en las cadenas de valor de la industria manufacturera europea.

### Gráfico B

#### Ponderaciones comerciales en el TCE-42 del euro: manufacturas, servicios y ponderación agregada

(porcentajes)



Fuente: BCE.

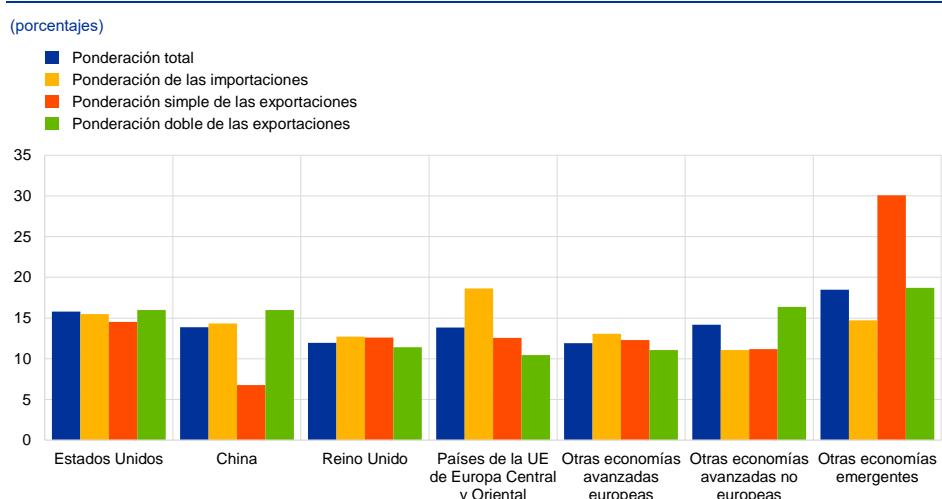
Notas: Las ponderaciones comerciales son medias del período 2016-2018. Los grupos de países están integrados por los que se indican en las notas del gráfico A.

**Las ponderaciones de las importaciones y de las exportaciones son, en general, similares para la mayoría de los países y regiones, incluso después de corregir por la competencia en «terceros mercados» (véase gráfico C).** Las ponderaciones comerciales totales se calculan como medias (ponderadas) de las ponderaciones de las exportaciones y de las importaciones que miden la participación de cada país en las exportaciones o las importaciones de la zona del euro, respectivamente. No obstante, en lo que respecta a las exportaciones, las empresas de la zona del euro compiten con los productores de un país determinado no solo en su mercado nacional, sino también en otros mercados extranjeros, es decir, en «terceros mercados». Para tener en cuenta este efecto, se utilizan ponderaciones «dobles» de las exportaciones para calcular las ponderaciones comerciales totales. Mientras que, para la mayor parte de los países y regiones, las ponderaciones simples y dobles de las exportaciones no muestran desviaciones importantes entre sí, la diferencia es pronunciada en el caso de China, reflejo de su papel como principal exportador mundial de bienes, lo que también implica que es un destacado competidor en terceros mercados. Lo contrario es aplicable a otras economías emergentes, que representan una parte significativa de las exportaciones directas de la zona del euro, pero que solo compiten de forma limitada en terceros países, ya que su peso en las exportaciones mundiales es relativamente reducido. Para la mayoría de los países, las ponderaciones de las importaciones y las ponderaciones (dobles) de las exportaciones también son parecidas. No obstante, los países de la UE de Europa Central y Oriental constituyen una notable excepción a este patrón general. El papel que esta región desempeña en las cadenas de valor muy integradas de Europa implica que su

importancia para la zona del euro sea mayor en términos de importaciones que de exportaciones, tanto si se consideran las exportaciones directas como, incluso más, si se tiene en cuenta la competencia en terceros mercados.

### Gráfico C

Ponderaciones comerciales en el TCE-42 del euro: ponderaciones totales, ponderaciones de las importaciones, ponderaciones simples de las exportaciones y ponderaciones dobles de las exportaciones



Fuente: BCE.

Notas: Las ponderaciones comerciales son medias del período 2016-2018. Los grupos de países están integrados por los que se indican en las notas del gráfico A.

**Con el nuevo método de ponderación se observa que la apreciación del euro en términos nominales desde principios de 2017 ha sido algo menos pronunciada de lo que parecía según el método de ponderación anterior, debido, sobre todo, al mayor peso de las economías avanzadas<sup>26</sup>.** Entre principios de 2017 y finales de agosto de 2020, el TCE nominal diario actualizado del euro frente al grupo de socios comerciales TCE-42 se apreció un 12,3 %, en lugar del 13,8 % según el indicador basado en el método anterior de ponderación elaborado solo con el comercio de manufacturas (véase gráfico D)<sup>27</sup>. Esta revisión se debe fundamentalmente al mayor peso de las economías avanzadas (que refleja, sobre todo, la inclusión del comercio de servicios en el método de ponderación) cuyas monedas se depreciaron frente al euro en menor medida, en promedio, que las monedas de las economías emergentes. No obstante, en términos reales, la evolución fue muy similar. Tanto el TCE-42 real actualizado (deflactado por el índice de precios de consumo) como la serie publicada anteriormente mostraron una

<sup>26</sup> Las ponderaciones que combinan el comercio de manufacturas y el de servicios se utilizan para calcular los índices de los TCE nominales y los de los TCE reales deflactados por los precios de consumo, el deflactor del PIB y los costes laborales unitarios del total de la economía, mientras que los índices de los TCE reales deflactados por los precios de producción de las manufacturas y los costes laborales unitarios de este sector siguen basándose en las ponderaciones de comercio de manufacturas.

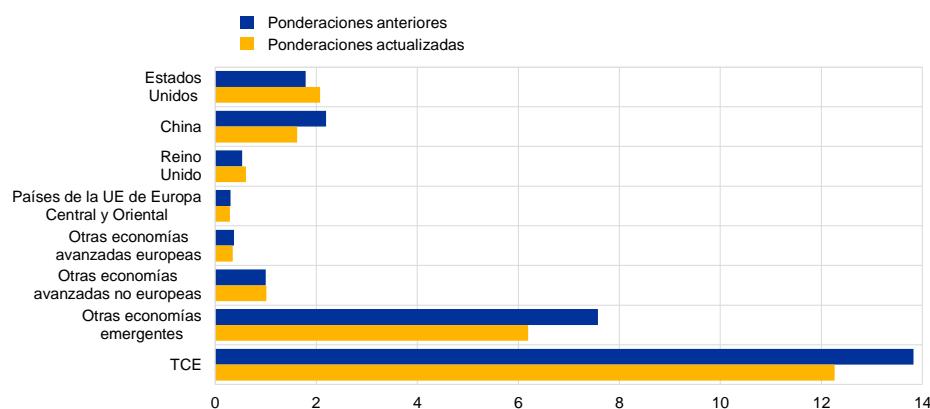
<sup>27</sup> Las diferencias entre los TCE actualizados y los anteriores también se derivan del hecho de que todas las ponderaciones comerciales —incluidas las del comercio de manufacturas— se actualizaron para reflejar revisiones de los datos y mejoras metodológicas.

apreciación de algo menos de un 7 % entre enero de 2017 y agosto de 2020 (véase gráfico E).

#### Gráfico D

#### Evolución del TCE nominal del euro basado en ponderaciones anteriores y actualizadas

(tasas de variación, 31 de agosto de 2020 en comparación con 2 de enero de 2017)



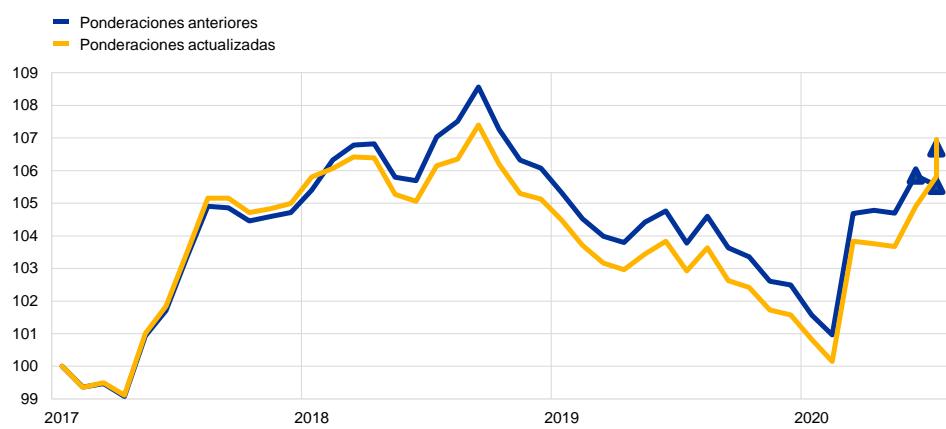
Fuente: BCE.

Notas: Los grupos de países están integrados por los que se indican en las notas del gráfico A. La serie «ponderaciones actualizadas» se refiere al TCE-42, integrado por 42 países y elaborado con ponderaciones comerciales que combinan comercio de manufacturas y de servicios, mientras que la serie «ponderaciones anteriores» se refiere al TCE-38 basado en el anterior método de ponderación, que solo considera el comercio de manufacturas (es decir, excluye el comercio de servicios e incluye solo 38 socios comerciales) y que dejó de elaborarse en junio de 2020.

#### Gráfico E

#### Evolución del TCE real del euro deflactado por el índice de precios de consumo basado en ponderaciones anteriores y actualizadas

(índice 100 = enero de 2017)



Fuente: BCE.

Notas: La serie «ponderaciones actualizadas» se refiere al TCE-42, integrado por 42 países y elaborado con ponderaciones comerciales que combinan el comercio de manufacturas y de servicios, mientras que la serie «ponderaciones anteriores» se refiere al TCE-38 basado en el antiguo método de ponderación, que solo considera el comercio de manufacturas (es decir, excluye el comercio de servicios e incluye solo 38 socios comerciales) y que dejó de elaborarse en junio de 2020. Las observaciones del período comprendido entre junio y agosto de 2020 (indicadas por los triángulos) son actualizaciones mecánicas de la serie.

3

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 6 de mayo y el 21 de julio de 2020

Simon Forsyth y Christian Lizarazo

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez durante el tercer y el cuarto períodos de mantenimiento de reservas de 2020, comprendidos entre el 6 de mayo y el 21 de julio de 2020.** Durante este período, la volatilidad de los mercados asociada a la crisis del coronavirus (Covid-19) disminuyó. A ello contribuyó la aplicación de las medidas anunciadas por los bancos centrales, incluido el Banco Central Europeo (BCE), así como las medidas de apoyo fiscal introducidas por los Gobiernos y las autoridades de la UE.

**Los niveles de liquidez del banco central en el sistema bancario siguieron aumentando durante el tercer y el cuarto períodos de mantenimiento de reservas de 2020.** Esta evolución se debió principalmente a la liquidación de las operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) y a las adquisiciones de activos en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). El 4 de junio, el Consejo de Gobierno del BCE decidió incrementar la dotación del PEPP en 600 mm de euros, hasta 1.350 mm de euros, y ampliar el horizonte de las compras al menos hasta el final de junio de 2021. Además, decidió reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2022.

**En respuesta a la crisis del Covid-19, el Consejo de Gobierno también decidió establecer una nueva facilidad *repo* del Eurosistema para bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro (EUREP).** Esta facilidad proporcionará líneas *repo* en euros de carácter preventivo a bancos centrales de fuera de la zona del euro para hacer frente a posibles necesidades de liquidez en euros en caso de producirse disfunciones en los mercados derivadas de la perturbación del Covid-19, que podrían afectar negativamente a la transmisión fluida de la política monetaria del BCE. Con arreglo a la EUREP, el Eurosistema suministrará liquidez en euros a un amplio conjunto de bancos centrales de países no pertenecientes a la zona del euro a cambio de activos de garantía adecuados, que serán instrumentos de renta fija negociables denominados en euros emitidos por Gobiernos centrales e instituciones supranacionales de la zona. La EUREP complementa las líneas *swap* y *repo* bilaterales que proporcionan liquidez en euros a bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro. Durante el período de referencia, se anunció el establecimiento de nuevas líneas *repo* bilaterales con Rumanía, Serbia y Albania.

## Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.934,7 mm de euros en el período analizado.** Esta cifra fue 321,3 mm de euros superior a la registrada en el período de referencia anterior, que incluye los dos primeros períodos de mantenimiento de 2020 (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»). Los factores autónomos netos aumentaron en 316,6 mm de euros, hasta situarse en 1.794,3 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron en 4,7 mm de euros, hasta un importe de 140,4 mm de euros.

**Los depósitos de las Administraciones Públicas fueron, con diferencia, el principal factor autónomo de absorción de liquidez durante el período considerado.** La absorción de liquidez por los depósitos de las Administraciones Públicas aumentó en 261,5 mm de euros, en promedio, hasta situarse en 583 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas de la zona del euro alcanzaron máximos históricos, y representaron, en promedio, más del 9 % del balance del Eurosistema durante el período analizado, frente a menos de un 6 % en el período de referencia anterior. Es probable que el crecimiento de estos depósitos, muy por encima de la tendencia, reflejara el impacto —o la preparación— de las medidas fiscales desplegadas por los Gobiernos de la zona del euro para hacer frente a la crisis del Covid-19. Además de los depósitos de las Administraciones Públicas, los billetes y otros factores autónomos contribuyeron con 58,1 mm de euros y con 19,5 mm de euros, respectivamente, a una absorción de liquidez agregada adicional de 77,6 mm de euros en comparación con el período de referencia precedente. La liquidez proporcionada por los factores autónomos de liquidez se incrementó en 22,6 mm de euros con respecto al período de referencia anterior, compensando, solo en parte, el efecto de absorción de liquidez antes mencionado. En particular, los activos netos denominados en euros disminuyeron en 37,9 mm de euros, mientras que los activos exteriores netos registraron un aumento de 60,5 mm de euros en relación con el período de referencia precedente (véase la sección del cuadro A titulada «Activos»).

En general, durante el período considerado, la liquidez total suministrada a través de las operaciones de política monetaria superó con creces la absorción de liquidez por los factores autónomos netos.

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

#### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 6 de mayo de 2020 a 21 de julio de 2020				Período de referencia anterior: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020
	Tercer y cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento: 6 de mayo a 9 de junio	Cuarto período de mantenimiento: 10 de junio a 21 de julio	Primer y segundo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>2.849,3</b> <b>(+339,1)</b>	<b>2.741,3</b> <b>(+142,5)</b>	<b>2.939,4</b> <b>(+198,1)</b>	<b>2.510,3</b> <b>(+130,0)</b>	
Billetes en circulación	1.357,6 (+58,1)	1.347,9 (+26,1)	1.365,7 (+17,7)	1.299,5 (+27,7)	
Depósitos de las AAPP	583,0 (+261,5)	477,1 (+102,7)	671,2 (+194,2)	321,5 (+101,7)	
Otros factores autónomos <sup>1</sup>	908,8 (+19,5)	916,3 (+13,8)	902,5 (-13,8)	889,3 (+0,6)	
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	<b>2.033,1</b> <b>(+437,5)</b>	<b>1.827,1</b> <b>(+142,6)</b>	<b>2.204,7</b> <b>(+377,6)</b>	<b>1.595,6</b> <b>(+85,5)</b>	
Exigencias de reservas mínimas <sup>2</sup>	140,4 (+4,7)	139,4 (+3,7)	141,2 (+1,8)	135,7 (+1,4)	
Facilidad de depósito	330,5 (+72,3)	299,9 (+28,2)	356,0 (+56,0)	258,2 (+1,8)	
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de mantenimiento o de referencia anterior.

1) Se calculan como la suma de las cuentas de revaloración, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, capital y reservas.

2) Las «exigencias de reservas mínimas» constituyen una partida «pro memoria» que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

## Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 6 de mayo de 2020 a 21 de julio de 2020						Período de referencia anterior: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020
	Tercer y cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento: 6 de mayo a 9 de junio	Cuarto período de mantenimiento: 10 de junio a 21 de julio	Primer y segundo período de mantenimiento			
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.055,4</b> <b>(+22,6)</b>	<b>1.036,7</b> <b>(-3,8)</b>	<b>1.071,0</b> <b>(+34,3)</b>	<b>1.032,8</b> <b>(+23,7)</b>			
Activos exteriores netos	907,3 (+60,5)	950,4 (+24,1)	871,3 (-79,1)	846,7 (+75,6)			
Activos netos denominados en euros	148,2 (-37,9)	86,3 (-27,9)	199,7 (+113,5)	186,1 (-52,0)			
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>4.291,9</b> <b>(+824,7)</b>	<b>3.971,0</b> <b>(+320,5)</b>	<b>4.559,3</b> <b>(+588,3)</b>	<b>3.467,2</b> <b>(+195,0)</b>			
Operaciones de mercado abierto	4.291,9 (+824,7)	3.971,0 (+320,5)	4.559,3 (+588,3)	3.467,2 (+195,0)			
Operaciones de subasta	1.206,1 (+464,3)	984,1 (+117,8)	1.391,1 (+407,0)	741,8 (+97,7)			
OPF	0,6 (-0,4)	0,3 (-0,2)	0,8 (+0,5)	1,0 (-1,3)			
OFPML a tres meses	2,2 (-0,9)	2,0 (-0,2)	2,3 (+0,3)	3,1 (-0,3)			
Operaciones TLTRO II	282,8 (-188,3)	418,1 (-13,2)	170,0 (-248,2)	471,1 (-118,8)			
Operaciones TLTRO III	691,9 (+541,5)	216,1 (+16,4)	1.088,4 (+872,3)	150,4 (+101,9)			
OFPML puente ( <i>bridge LTRO</i> )	228,6 (+112,4)	347,5 (+115,1)	129,6 (-217,9)	116,2 (+116,2)			
Carteras en firme	3.085,8 (+360,4)	2.986,9 (+202,7)	3.168,2 (+181,3)	2.725,4 (+97,3)			
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,6 (-0,5)	0,7 (-0,1)	0,5 (-0,2)	1,1 (-0,9)			
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,9 (-0,0)	2,9 (-0,0)	2,9 (-0,0)	2,9 (-0,0)			
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	282,3 (+9,3)	280,7 (+4,5)	283,7 (+3,1)	273,0 (+9,2)			
Programa para los mercados de valores	36,7 (-5,5)	38,5 (-2,0)	35,1 (-3,4)	42,2 (-5,6)			
Programa de compras de bonos de titulización de activos	30,8 (+0,9)	30,9 (-0,3)	30,7 (-0,2)	29,9 (+1,7)			
Programa de compras de valores públicos	2.230,2 (+79,4)	2.212,9 (+38,0)	2.244,5 (+31,6)	2.150,7 (+50,8)			
Programa de compras de bonos corporativos	217,0 (+18,0)	212,4 (+8,0)	220,9 (+8,5)	199,0 (+15,6)			
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	285,3 (+258,7)	207,9 (+154,7)	349,8 (+141,9)	26,6 (+26,6)			
Facilidad marginal de crédito	0,0 (-0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (-0,0)	0,0 (-0,0)			

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

### Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 6 de mayo de 2020 a 21 de julio de 2020					Período de referencia anterior: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020
	Tercer y cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento: 6 de mayo a 9 de junio	Cuarto período de mantenimiento: 10 de junio a 21 de julio	Primer y segundo período de mantenimiento		
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1</sup>	1.934,7 (+321,3)	1.844,4 (+150,2)	2.009,9 (+165,5)	1.613,4 (+107,7)		
Factores autónomos netos <sup>2</sup>	1.794,3 (+316,6)	1.705,0 (+146,5)	1.868,8 (+163,7)	1.477,8 (+106,3)		
Exceso de liquidez <sup>3</sup>	2.363,6 (+509,8)	2.127,1 (+170,8)	2.560,7 (+433,6)	1.853,8 (+87,3)		

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.

2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo. En este recuadro, también se incluyen las partidas en curso de liquidación en los factores autónomos netos.

3) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

### Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Periodo de referencia actual: 6 de mayo de 2020 a 21 de julio de 2020					Período de referencia anterior: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020
	Tercer y cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento: 6 de mayo a 9 de junio	Cuarto período de mantenimiento: 10 de junio a 21 de julio	Primer y segundo período de mantenimiento		
OPF	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	
Eonia <sup>1</sup>	-0,460 (-0,01)	-0,457 (-0,01)	-0,463 (-0,01)	-0,451 (-0,01)	-0,451 (+0,00)	
€STR	-0,546 (-0,01)	-0,542 (+0,00)	-0,548 (-0,01)	-0,536 (+0,00)		

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

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

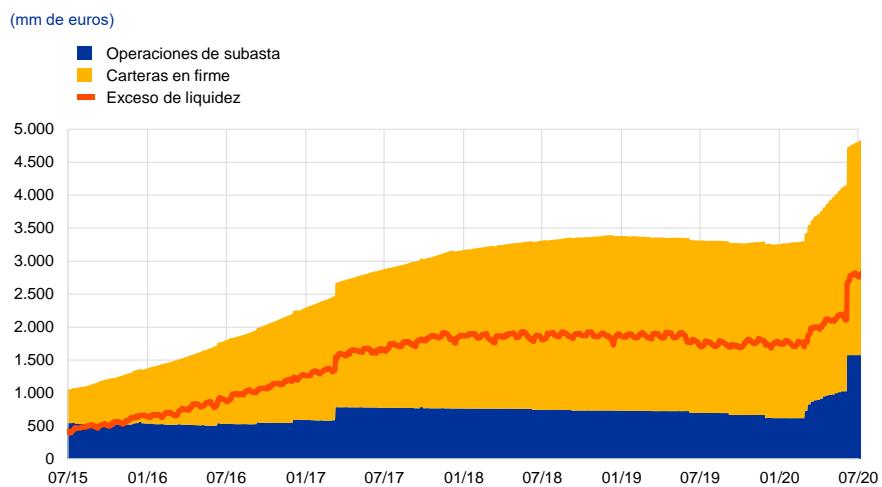
### Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto aumentó en 824,7 mm de euros, hasta un importe de**

**4.291,9 mm de euros (véase gráfico A).** Más de la mitad (56 %) del aumento de la liquidez proporcionada mediante instrumentos de política monetaria se inyectó a través de operaciones de crédito; el 44 % restante se introdujo por medio de compras simples de activos. En particular, las TLTRO III y el PEPP, con 574 mm de euros y 258,7 mm de euros, respectivamente, fueron los instrumentos de política monetaria que más liquidez aportaron.

## Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 21 de julio de 2020.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta aumentó en 464,3 mm de euros durante el período de referencia, debido principalmente a la liquidación de la cuarta operación de la serie TLTRO III (TLTRO III.4) en junio de 2020.** El incremento medio —541,5 mm de euros— de la liquidez proporcionada a través de la TLTRO III.4 se vio parcialmente compensado por los vencimientos y los reembolsos voluntarios del programa TLTRO II, lo que representó un cambio por parte de las entidades de contrapartida a favor de la TLTRO III.4, más atractiva económicamente. Los vencimientos y los reembolsos de las TLTRO II ascendieron, en promedio, a -188,3 mm de euros. Además de los programas TLTRO II y III, las nuevas OFPML introducidas fueron un importante instrumento adicional que aportó una media de 112,4 mm de euros de liquidez adicional con respecto al período de referencia anterior. Estas OFPML se introdujeron el 12 de marzo de 2020 como instrumento de transición para proporcionar un acceso inmediato a la financiación en condiciones especialmente favorables, permitiendo al mismo tiempo una transferencia más fluida de fondos hacia las TLTRO III. El vencimiento de las nuevas OFPML tuvo lugar el 24 de junio de 2020, antes del final del período de referencia. Durante el período analizado, el BCE también llevó a cabo las dos primeras de las siete operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés), anunciadas en abril de 2020. El objetivo de estas operaciones es contribuir al buen funcionamiento de los mercados monetarios ofreciendo un mecanismo de respaldo eficaz a los tipos de interés de estos mercados. El volumen medio de liquidez aportado por las operaciones PELTRO ascendió a 8,2 mm de euros. La operación principal de financiación (OPF) y las OFPML a tres meses solo desempeñaron un papel marginal y registraron, en promedio, un descenso de 1,3 mm de euros en términos agregados con respecto al período de referencia anterior.

**Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron en 360,4 mm de euros, hasta un importe de 3.085,8 mm de euros, debido a la continuación de las**

**adquisiciones netas en el contexto del APP y del PEPP.** Las tenencias de valores en el marco del PEPP se cifraron, en promedio, en 285,3 mm de euros, lo que representa un incremento de 258,7 mm de euros con respecto al período de referencia anterior. Las adquisiciones realizadas en el contexto de este programa registraron el mayor aumento, con diferencia, de todos los programas de compra de activos, seguidas de las del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y de las del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés), que se incrementaron, en promedio, en 79,4 mm de euros (hasta 2.230,2 mm de euros) y en 18 mm de euros (hasta 217 mm de euros), respectivamente.

## Exceso de liquidez

**El exceso medio de liquidez aumentó en 509,8 mm de euros, hasta un importe de 2.363,6 mm de euros (véase gráfico A).** Los depósitos que las entidades de crédito mantienen en el Eurosistema se incrementaron en 437,5 mm de euros, hasta situarse en 2.033,1 mm de euros, en las cuentas corrientes por encima de las reservas mínimas, y en 72,3 mm de euros, hasta un importe de 330,5 mm de euros, en la facilidad de depósito. La exención parcial de la aplicación de la remuneración negativa del tipo de la facilidad de depósito al exceso de liquidez solo es aplicable a los saldos mantenidos en las cuentas corrientes. Así pues, las entidades de crédito tienen un incentivo económico para mantener reservas en la cuenta corriente en lugar de hacerlo en la facilidad de depósito.

## Evolución de los tipos de interés

**Durante el período considerado, el €STR descendió 0,9 puntos básicos (pb) con respecto al período de referencia anterior, debido al aumento del exceso de liquidez.** El €STR se situó, en promedio, en -54,5 durante el período analizado, frente a la media de -53,6 del período de referencia anterior. El eonia, que desde octubre de 2019 se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 al €STR, evolucionó de forma paralela al €STR. Los tipos oficiales del BCE, incluidos los tipos de interés de la facilidad de depósito, de la operación principal de financiación y de la facilidad marginal de crédito, se mantuvieron sin variación durante el período de referencia.

## 4

# El impacto del reciente repunte de la incertidumbre en la actividad económica de la zona del euro

Arne Gieseck y Svetlana Rujin

**La pandemia de coronavirus (Covid-19) ha provocado un aumento sin precedentes de la incertidumbre.** Existe una incertidumbre considerable en torno a todos los aspectos de la pandemia: el grado de contagio y la letalidad del virus; la capacidad de los sistemas sanitarios para adaptarse a un incremento de la demanda y para desarrollar una solución médica; la duración y la eficacia de las medidas de contención (como el confinamiento y el distanciamiento social), así como su impacto en la actividad económica y el empleo; la velocidad de la recuperación tras la relajación de las medidas de contención, y el punto hasta el que la pandemia afectará de manera permanente al consumo, a la inversión y al potencial de crecimiento.

**En este recuadro se muestra cómo ha evolucionado la incertidumbre en la zona del euro y su probable impacto en la actividad económica real.** Aunque la incertidumbre no es directamente observable, en la literatura se han propuesto y aplicado varios indicadores (*proxies*) para medir este fenómeno<sup>28</sup>. En este recuadro se muestra la evolución de una selección de indicadores de incertidumbre durante los últimos meses y se utiliza la información contenida en un indicador de incertidumbre macroeconómica para analizar su impacto en la actividad económica. Para ello se emplea un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés), que permite estimar el efecto dinámico de una perturbación de incertidumbre en la variable de interés.

**Los indicadores seleccionados confirman un aumento acusado de la incertidumbre que coincide con la propagación del Covid-19 en la zona del euro.** El gráfico A muestra cómo han evolucionado cuatro indicadores seleccionados de incertidumbre en la zona del euro durante los trece últimos años. En este análisis se incluyen dos indicadores de incertidumbre macroeconómica y financiera basados en la dificultad de predecir la evolución económica futura, que es una función del incremento de los errores de proyección de un amplio conjunto de variables cíclicas y financieras<sup>29</sup>. Además, el análisis incluye un indicador de la incertidumbre acerca de las previsiones muy utilizado, que se calcula a partir del grado de desacuerdo entre los expertos<sup>30</sup>, y una medida de la incertidumbre acerca de las políticas económicas basada en artículos de prensa<sup>31</sup>. El gráfico muestra que la

<sup>28</sup> Para un análisis, véase el artículo titulado «*The impact of uncertainty on activity in the euro area*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016.

<sup>29</sup> Véase K. Jurado, S. C. Ludvigson y S. Ng, «*Measuring Uncertainty*», *American Economic Review*, vol. 105, n.º 3, 2015, pp. 1177-1216.

<sup>30</sup> Véase, por ejemplo, V. Zarnowitz y L. A. Lambros, «*Consensus and Uncertainty in Economic Prediction*», *Journal of Political Economy*, vol. 95, n.º 3, 1987, pp. 591-621.

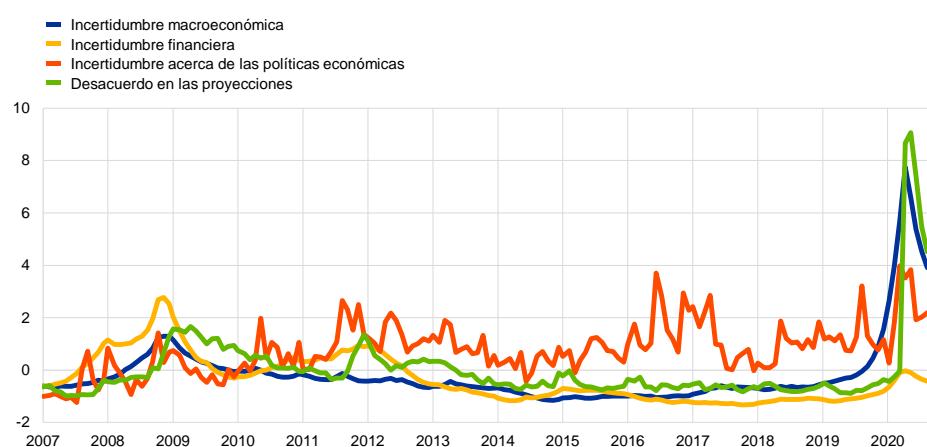
<sup>31</sup> Véanse S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis, «*Measuring Economic Policy Uncertainty*», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, 2016, pp. 1593-1636, y el recuadro titulado «*Fuentes de incertidumbre sobre las políticas económicas en la zona del euro: un enfoque basado en el aprendizaje automático*», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2019.

incertidumbre macroeconómica, el desacuerdo en las proyecciones y la incertidumbre acerca de las políticas económicas han crecido hasta alcanzar niveles históricamente elevados desde principios de 2020, mientras que la incertidumbre financiera lo ha hecho de forma más moderada. Aunque es probable que esta última haya aumentado debido a un incremento exógeno de la incertidumbre, el avance bastante pronunciado del primer grupo de indicadores de incertidumbre podría reflejar, en cierta medida, una respuesta endógena de estos indicadores a las fluctuaciones del ciclo económico<sup>32</sup>. En el contexto actual, la imposición de medidas de confinamiento provocó variaciones difíciles de predecir en las variables macroeconómicas y, por lo tanto, explica al menos una parte del aumento de estos indicadores de incertidumbre. Todo ello sugiere que el grueso del incremento observado en la incertidumbre posiblemente pueda atribuirse al brote de Covid-19, que empezó a afectar a la zona del euro en febrero de 2020.

### Gráfico A

#### Indicadores de incertidumbre en la zona del euro

(desviación típica con respecto a la media)



Fuentes: Eurostat, Haver y cálculos del BCE.

Notas: Todos los indicadores de incertidumbre se han estandarizado de manera que tengan media igual a cero y desviación típica igual a uno durante todo el horizonte a partir de junio de 1991. Un valor de 2 debe interpretarse como que el indicador de incertidumbre supera su nivel medio histórico en dos desviaciones típicas. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2020.

**Es probable que el aumento de la incertidumbre frene la actividad a través de varios canales<sup>33</sup>.** Primero, como revertir las decisiones de inversión y de empleo puede ser costoso, o incluso imposible, las empresas podrían preferir aplazar una decisión hasta que se disponga de más información o haya disminuido la incertidumbre sobre las perspectivas económicas futuras. Segundo, un grado elevado de incertidumbre puede frenar la actividad como consecuencia del incremento de las primas de riesgo y de los costes de la financiación de la deuda, ya que la menor predictibilidad suele ir asociada a un incremento de la aversión al riesgo. Tercero, una incertidumbre considerable podría hacer que los hogares ahorren más por motivos de precaución, lo que reduciría el consumo privado actual

<sup>32</sup> Véase S. C. Ludvigson, S. Ma y S. Ng, «Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?», *American Economic Journal: Macroeconomics*, de próxima publicación.

<sup>33</sup> Para un análisis, véase N. Bloom, «Fluctuations in Uncertainty», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n.º 2, 2014, pp. 153-176.

y moderaría aún más el crecimiento del PIB. Cuarto, cabe la posibilidad de que episodios de incertidumbre muy acusada modifiquen de forma permanente el comportamiento de los hogares y de las empresas, sobre todo si ocurren con frecuencia. Por último, y teniendo en cuenta los canales anteriormente mencionados, un nivel elevado de incertidumbre podría reducir la sensibilidad de una economía a las medidas de política monetaria y fiscal; al mismo tiempo, si la incertidumbre es alta, la política económica puede ser particularmente efectiva en mitigarla a través de varios de los canales mencionados.

**Un análisis basado en un modelo BVAR sugiere que el impacto de las perturbaciones de incertidumbre sobre la actividad económica real de la zona del euro es sustancial.** El modelo incluye un conjunto de variables monetarias, reales y nominales, así como el precio del petróleo y un indicador de confianza<sup>34</sup>. El indicador de incertidumbre macroeconómica descrito anteriormente se utiliza como indicador de la incertidumbre en la zona del euro, y se incluye en el modelo como primera variable —y la más exógena—, lo que implica que el impacto estimado puede considerarse el extremo superior del intervalo de posibles impactos<sup>35</sup>. El modelo se estima para el período comprendido entre el segundo trimestre de 1991 y el segundo trimestre de 2020 empleando datos trimestrales, con cuatro retardos<sup>36</sup>. A continuación, el modelo se usa para realizar una simulación de los efectos dinámicos de una perturbación de incertidumbre en la economía de la zona del euro<sup>37</sup>.

**Una perturbación adversa de incertidumbre macroeconómica tiene un efecto negativo significativo en el PIB real de la zona del euro a corto plazo (véase gráfico B).** Tras un aumento de una desviación típica de la incertidumbre macroeconómica, el crecimiento del PIB real se ve afectado adversamente durante un período de hasta cuatro trimestres. El impacto más acusado se observa en el primer y segundo trimestres siguientes a la ocurrencia de la perturbación, cuando el crecimiento del PIB real se reduce 0,1 puntos porcentuales en cada trimestre. Se estima que el impacto acumulado sobre el nivel de esta variable un año después de la perturbación es de alrededor del 0,4 %. Posteriormente, la magnitud del impacto disminuye. Como cabe esperar, la formación real de capital fijo reacciona con mucha más intensidad que el PIB real a un incremento de la incertidumbre (con un

<sup>34</sup> El modelo BVAR incluye once variables en el siguiente orden: 1) el indicador de incertidumbre macroeconómica; 2) el índice EUROSTOXX 50; 3) el indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea; 4) el tipo de cambio USD/EUR; 5) el tipo de interés a largo plazo; 6) el precio del petróleo en euros por barril; 7) el deflactor del PIB; 8) el empleo total; 9) el consumo privado real; 10) la inversión real total en capital fijo, y 11) el PIB real. Este orden se basa en los supuestos de que los mercados financieros y las variables monetarias evolucionan con rapidez, mientras que los agregados macroeconómicos reales cambian con más lentitud en términos comparativos.

<sup>35</sup> Un análisis de robustez en el que la incertidumbre figura ordenada como última variable —y, por lo tanto, es la variable más endógena— confirma, en líneas generales, los resultados que se presentan más adelante.

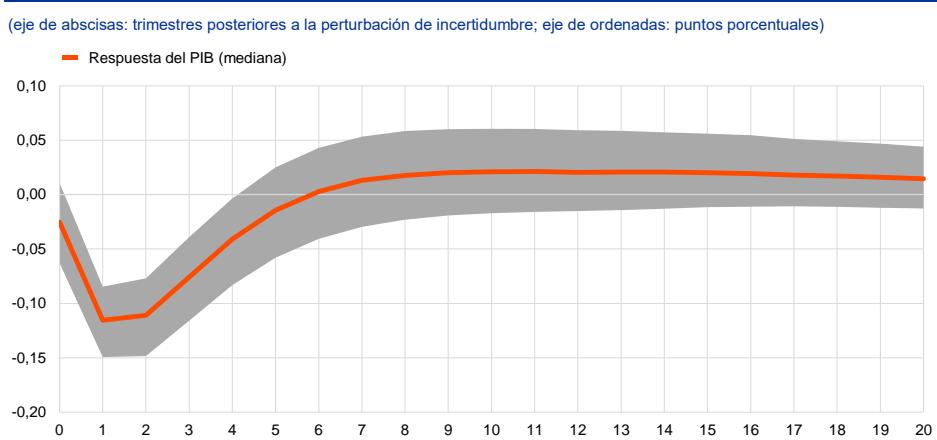
<sup>36</sup> La metodología BVAR utilizada en este análisis sigue el enfoque de M. Lenza y G. E. Primiceri, «[How to estimate a VAR after March 2020](#)», *Working Paper Series*, n.º 2461, BCE, agosto de 2020. Se aplica una descomposición de Cholesky a la matriz de varianzas-covarianzas de los residuos para obtener perturbaciones ortogonales.

<sup>37</sup> Una perturbación adversa de incertidumbre macroeconómica corresponde a un aumento de una desviación típica en la serie de perturbaciones correspondiente.

descenso de en torno al 0,7 % seis trimestres después de la perturbación), mientras que su efecto sobre el consumo privado real es menor que sobre el PIB (con una reducción del 0,2 % transcurrido un año desde la perturbación). En el contexto del modelo, una perturbación en la incertidumbre provoca un deterioro inmediato y sustancial del clima económico y un impacto prolongado sobre el empleo, que caería aproximadamente un 0,2 % al cabo de dos años<sup>38</sup>.

### Gráfico B

Respuesta del crecimiento del PIB real a una perturbación de incertidumbre macroeconómica de una desviación típica



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Impulso-respuesta del crecimiento del PIB real a una perturbación de incertidumbre macroeconómica de una desviación típica resultante de la estimación de un modelo BVAR con once variables en el que se utilizan datos trimestrales del período comprendido entre el segundo trimestre de 1991 y el segundo trimestre de 2020. La línea continua es la respuesta mediana y el intervalo muestra los intervalos de confianza del 68 %.

**Es probable que el repunte de la incertidumbre macroeconómica contribuyera sustancialmente a la caída del PIB real de la zona del euro en la primera mitad de 2020.** La mayoría de los indicadores de incertidumbre aumentaron de forma muy acusada durante ese período, y las funciones de impulso-respuesta estimadas sugieren que el impacto más pronunciado de una perturbación de incertidumbre se produce poco después de la ocurrencia de la perturbación y en el trimestre siguiente. En este contexto, las estimaciones señalan que la mayor incertidumbre explica alrededor de una quinta parte de la caída de la actividad en la primera mitad de 2020, sobre todo en el segundo trimestre, con un impacto especialmente intenso en la formación de capital fijo.

**De cara al futuro, es probable que la mayor incertidumbre perdure durante un tiempo, por lo que podría seguir frenando el crecimiento del PIB real de la zona del euro en los próximos trimestres.** Los indicadores de incertidumbre observados se mantuvieron en niveles muy altos en julio y agosto de 2020, y posiblemente continuarán siendo elevados en el corto plazo, al menos hasta que se encuentre una solución médica efectiva para la pandemia de Covid-19. Además, las

<sup>38</sup> Las funciones de impulso-respuesta sugieren que un aumento de la incertidumbre financiera (que ocupa la primera posición en el modelo BVAR) tiene un impacto comparable, en general, sobre la actividad.

funciones de impulso-respuesta que se muestran en el gráfico B sugieren que las perturbaciones de incertidumbre pueden moderar el crecimiento del PIB real durante un período de hasta cuatro trimestres. Todo ello implica que, si bien se espera que la actividad económica se recupere en los próximos trimestres, la incertidumbre podría seguir frenando la velocidad y el dinamismo del repunte a corto plazo. El modelo BVAR utilizado en este ejercicio indica que la perturbación de incertidumbre actual desaparecerá solo gradualmente, y que podría moderar la recuperación prevista de la actividad un 5 %, en tasa acumulada, hasta mediados de 2021<sup>39</sup>. En caso de que la mayor incertidumbre persista durante más tiempo, también podría tener un impacto adverso en el potencial de crecimiento a largo plazo.

---

<sup>39</sup> Esto es comparable, en general, con estimaciones recientes para Estados Unidos. Véase S. R. Baker, N. Bloom, S. J. Davis y S. J. Terry, «COVID-Induced Economic Uncertainty», *NBER Working Paper Series*, n.º 26983, National Bureau of Economic Research, 2020.

## 5

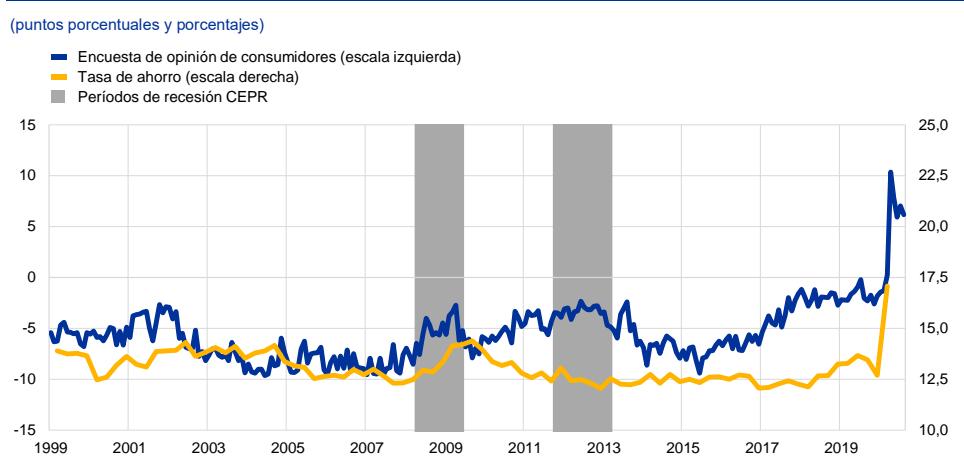
# El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?

Maarten Dossche y Stylianios Zlatanos

**La propensión al ahorro de los hogares en respuesta al Covid-19 ha alcanzado niveles sin precedentes.** La tasa de ahorro de los hogares obtenida de las cuentas sectoriales (gráfico A) muestra un fuerte incremento en el primer trimestre de 2020. Como las cuentas sectoriales trimestrales se publican con un desfase de unos tres meses, la información en tiempo real sobre esta tasa suele ser escasa. Sin embargo, se puede construir un indicador mensual cualitativo, pero más actualizado, de la propensión al ahorro utilizando la encuesta de opinión de los consumidores que elabora la Comisión Europea. Este indicador se calcula como la diferencia entre las respuestas a la pregunta formulada en la encuesta sobre el ahorro esperado de los hogares y las respuestas correspondientes a la pregunta sobre su situación financiera esperada. El indicador ha registrado niveles nunca antes alcanzados y señala un aumento acusado del ahorro de los hogares en el segundo trimestre de 2020, que también se refleja en el incremento observado desde marzo de 2020 en los depósitos bancarios de este sector, como se analiza más adelante.

### Gráfico A

#### Propensión al ahorro de los hogares



Fuentes: DG-ECFIN, Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: Las barras grises representan los períodos de recesión definidos por el Centre for Economic Policy Research (CEPR). La última observación corresponde al primer trimestre de 2020 para la tasa de ahorro de los hogares, y a agosto de 2020 para el indicador basado en la encuesta de opinión. Todos los datos se han desestacionalizado.

**Dos factores destacados podrían explicar el mayor ahorro de los hogares.** En primer lugar, las medidas de confinamiento impuestas para contener el virus impidieron que los hogares consumiesen una gran parte de los productos de su cesta de gasto habitual, lo que se tradujo en un ahorro forzoso o, en otras palabras,

involuntario<sup>40</sup>. En segundo lugar, la irrupción repentina de la pandemia provocó que se disparase la incertidumbre con respecto a la renta futura y, en particular, el riesgo de perder el empleo, lo que dio lugar al ahorro por motivo precaución<sup>41</sup>. Así pues, se plantea la cuestión de cómo cuantificar la contribución de los dos factores al aumento del ahorro de los hogares durante la primera mitad de 2020.

**En este recuadro se utiliza un modelo de panel parsimonioso para estimar los determinantes de la tasa de ahorro.** Según lo indicado en Mody *et al.*, se puede estimar un modelo de panel para la tasa de ahorro utilizando datos trimestrales de los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro correspondientes al período comprendido entre 2003 y 2019<sup>42</sup>. Aunque este modelo incluye la mayoría de los factores que suelen determinar el ahorro de los hogares, en este recuadro se utilizan las expectativas de desempleo futuro de los hogares para estimar el impacto del ahorro por motivo precaución<sup>43</sup>. Esto es acorde con la literatura existente en la que el riesgo de desempleo específico de los hogares se aproxima por las expectativas de estos en relación con la tasa de paro agregada (por ejemplo, Carroll *et al.*). Esta elección es particularmente importante en la situación actual, en la que, pese a que las expectativas de desempleo futuro de los hogares han crecido (gráfico B), la tasa de paro observada se ha mantenido por el momento bastante estable<sup>44</sup>.

---

<sup>40</sup> Obsérvese que, dado el riesgo de contagio del Covid-19, este factor puede incluir también el impacto de la decisión voluntaria de los consumidores de restringir determinados tipos de gastos (por ejemplo, visitas a restaurantes y viajes), aunque no estuviesen prohibidos.

<sup>41</sup> Para consultar la evidencia existente sobre el riesgo de desempleo y el ahorro por motivo precaución, véanse R. Campos e I. Reggio, «Consumption in the shadow of unemployment», *European Economic Review*, vol. 78, 2015, pp. 39-54, y M. Ravn y V. Sterk, «Job uncertainty and deep recessions», *Journal of Monetary Economics*, vol. 90, 2017, pp. 125-141.

<sup>42</sup> Véanse A. Mody, F. Ohnsorge y D. Sandri, «Precautionary savings in the Great Recession», *IMF Economic Review*, vol. 60, 2012, pp. 114-138, y C. Carroll, J. Slacalek y M. Sommer, «Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects», National Bureau of Economic Research Working Paper n.º 26131, agosto de 2019.

<sup>43</sup> En el modelo, la variable dependiente es la tasa de ahorro y las variables explicativas son las expectativas de desempleo de los hogares, el crecimiento de la renta esperada de los hogares, la ratio retardada de riqueza financiera de los hogares y las condiciones de crédito aplicadas a los hogares. La renta esperada de los hogares se aproxima por la renta percibida en el trimestre siguiente.

<sup>44</sup> Comisión Europea, «European Economic Forecast – Summer 2020», *Institutional Paper* 132, julio de 2020.

## Gráfico B

### Tasa de paro y expectativas de desempleo

(porcentaje neto y porcentaje de población activa)

- Expectativas de desempleo en los próximos doce meses (escala izquierda)
- Tasa de paro (escala derecha)



Fuentes: DG-ECFIN y Eurostat.

Nota: La última observación corresponde a agosto de 2020 para las expectativas de desempleo y a julio de 2020 para la tasa de paro.

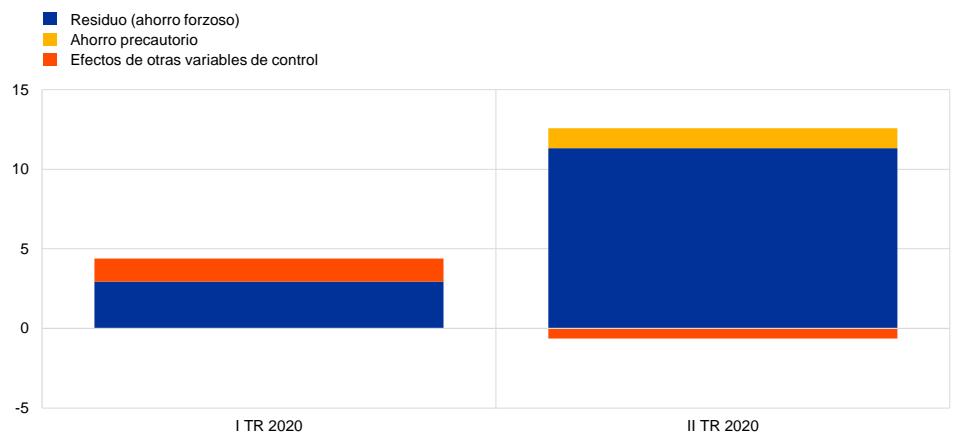
**La contribución del ahorro por motivo precaución puede calcularse utilizando el modelo estimado.** Una gran parte de la variación histórica de la tasa de ahorro obedece a la tasa de paro esperada. Durante las fases contractivas, los motivos de precaución suelen ser un factor importante para explicar el aumento del ahorro de los hogares. Como se dispone de información sobre las expectativas de desempleo futuro de los hogares hasta junio de 2020, se puede utilizar el modelo estimado para calcular la contribución del ahorro precautorio en la primera mitad de 2020.

**El ahorro forzoso parece ser el principal determinante del repunte reciente del ahorro de los hogares.** El gráfico C muestra que el crecimiento que han registrado las expectativas de desempleo últimamente ha llevado a que el ahorro por motivo precaución haya contribuido de forma significativa al incremento de la tasa de ahorro en el segundo trimestre. Aunque el ajuste del modelo en el período cubierto por la estimación es bastante bueno, no puede explicar la mayor parte del aumento reciente de la tasa de ahorro. Parece que el grueso de este residuo o componente no explicado es atribuible a las restricciones al consumo de muchos bienes y servicios durante los períodos de confinamiento y, por lo tanto, constituye una estimación del ahorro forzoso. En el gráfico, la contribución del ahorro precautorio es aparentemente muy reducida en comparación con la estimación del ahorro forzoso en el segundo trimestre. Sin embargo, cabe señalar que esta aportación es considerable desde el punto de vista histórico, aunque parezca escasa en relación con la del ahorro forzoso.

### Gráfico C

#### Determinantes del aumento de la tasa de ahorro de los hogares

(variación con respecto al cuarto trimestre de 2019, puntos porcentuales de la renta disponible)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

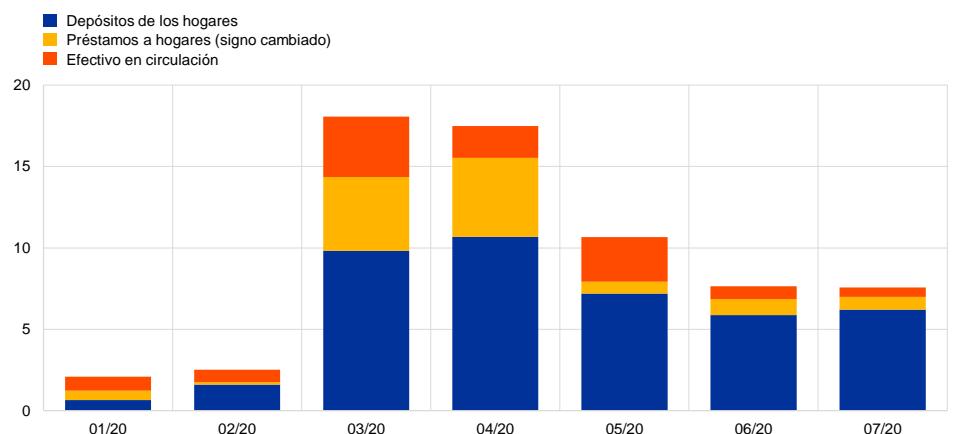
Nota: La variación de la tasa de ahorro en el primer trimestre de 2020 se basa en estadísticas oficiales, mientras que la del segundo trimestre de 2020 es una estimación interna.

**Los depósitos bancarios de los hogares crecieron durante los períodos de confinamiento.** En consonancia con la gran contribución del ahorro forzoso, el aumento del ahorro se refleja principalmente en el incremento de los depósitos bancarios, aunque la disminución de los flujos de crédito a los hogares también parece haber influido en marzo y en abril (gráfico D). En este sentido, cabe señalar que la reducción del crédito a los hogares durante esos meses también puede atribuirse al impacto de las medidas de confinamiento. El crédito al consumo suele estar determinado por el propio consumo, mientras que la reducción de los flujos de crédito hipotecario puede haber reflejado dificultades en materializar la adquisición de bienes inmuebles.

### Gráfico D

#### Depósitos de los hogares, préstamos y efectivo en circulación

(variación con respecto a diciembre de 2019, puntos porcentuales de la renta disponible)

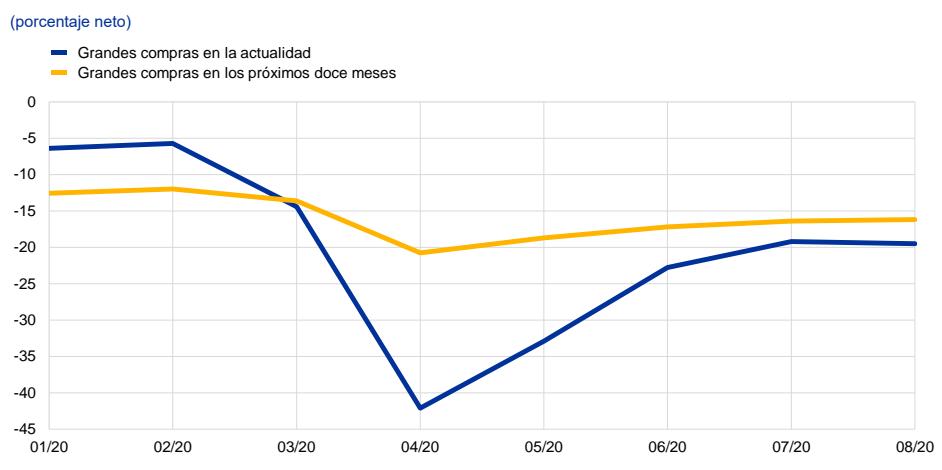


Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los préstamos a hogares se presentan con el signo cambiado. La contribución de los flujos de efectivo debe considerarse un límite superior, dado que no se dispone de un desglose por sector tenedor. La última observación corresponde a julio de 2020.

**Pese al ahorro acumulado, existe un grado considerable de incertidumbre con respecto a la demanda embalsada a corto plazo.** La demanda embalsada recoge un incremento rápido de la demanda de bienes, que supera temporalmente los niveles anteriores a la contracción. Habida cuenta de que los consumidores tienden a posponer sus compras durante una recesión, acumulan demanda que se materializa cuando se observan señales de recuperación económica. Ahora bien, la recesión provocada por el Covid-19 es diferente, debido a que el gasto de los hogares se ha contraído, en parte, por obligación. Prácticamente la mitad de la contracción del consumo privado es atribuible a componentes de gasto que podían aplazarse (por ejemplo, productos electrónicos y vehículos). De hecho, los datos recientes de comercio al por menor muestran un fuerte repunte en varias categorías de productos, que podría reflejar, en cierta medida, la absorción de la demanda embalsada acumulada. No obstante, en estos momentos es difícil distinguir este efecto de un cambio aparente en las cestas de consumo en respuesta al Covid-19 (por ejemplo, bicicletas o equipamiento para la oficina en casa). La encuesta de opinión de la Comisión Europea que abarca el período comprendido hasta agosto (gráfico E) sugiere que, en los próximos doce meses, los hogares esperan gastar menos en grandes compras que al principio de 2020, a pesar del ahorro que han acumulado. Por lo tanto, en el próximo año los motivos de precaución seguirán manteniendo la propensión al ahorro de los hogares en niveles más elevados que antes de la crisis del Covid-19.

#### Gráfico E Grandes compras



Fuente: DG-ECFIN.  
Nota: La última observación corresponde a agosto de 2020.

## 6

# El papel de los impuestos indirectos en la inflación de la zona del euro y sus perspectivas

Gerrit Koester, Ferdinand Dreher y Aurelian Vlad

**Las modificaciones de los impuestos directos pueden tener un impacto visible en los precios de consumo.** La magnitud exacta de ese impacto es incierta, ya que depende de la proporción de la subida impositiva que las empresas decidan que pueden —o desean— trasladar a los consumidores. Desde 2004, Eurostat elabora una medida del IAPC a impuestos constantes. Para ello se parte del supuesto de que la traslación de los cambios en los impuestos indirectos a los precios de consumo es completa e inmediata y, por tanto, en general, tiende a sobrevalorar los efectos de dichos cambios<sup>45</sup>. Según esta medida, la contribución de las modificaciones de los impuestos indirectos a la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha sido, en promedio, de 0,2 puntos porcentuales, pero fue mucho mayor durante los períodos en los que los tipos impositivos aumentaron, como en 2007 y entre 2011 y 2014 (véase gráfico A).

**Gráfico A**  
IAPC e IAPC a impuestos constantes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Notas: La última observación corresponde a julio de 2020. La línea discontinua representa la media de largo plazo calculada a partir de 2004.

**En las últimas dos décadas, la mayor parte de los impuestos indirectos se han incrementado. Sin embargo, en respuesta a la pandemia de coronavirus (Covid-19), varios países de la zona del euro han aplicado una reducción sin precedentes en la zona de estos impuestos.** Además de las rebajas temporales del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en Alemania y en Irlanda, muchos otros países de la zona del euro han introducido recientemente recortes específicos de los

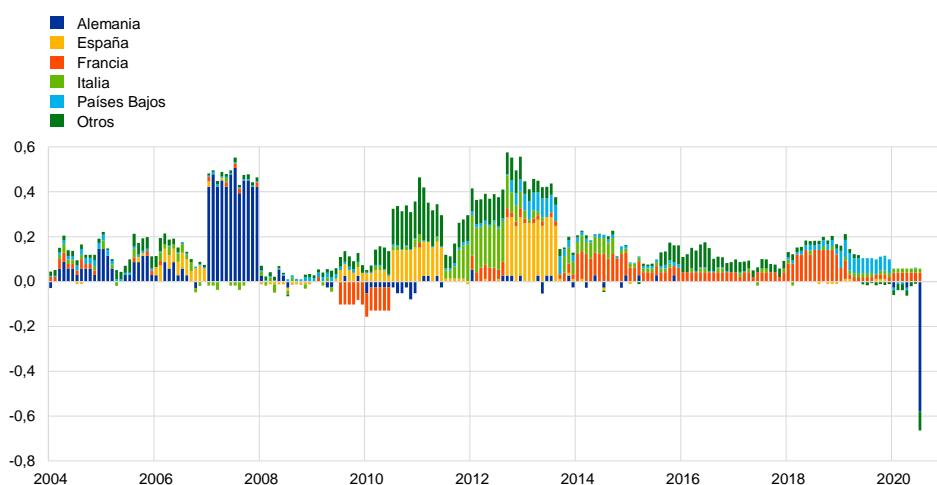
<sup>45</sup> Véase el recuadro titulado «[Nuevas series estadísticas para medir el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC](#)», *Boletín Mensual*, BCE, Frankfurt am Main, noviembre de 2009.

impuestos indirectos (véase gráfico B)<sup>46</sup>. Partiendo del supuesto de que la traslación es completa e inmediata, el IAPC a impuestos constantes elaborado por Eurostat implica que la rebaja del IVA en Alemania tendría un impacto a la baja —de unos 0,6 puntos porcentuales— sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en julio de 2020. Como la reducción temporal de los tipos impositivos se aplicará entre julio y diciembre de 2020, el efecto resultante podría ser de aproximadamente la mitad para el año completo. El impacto a la baja sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), calculado automáticamente sería de una magnitud similar, y se incrementaría en 0,1 puntos porcentuales adicionales si se tiene en cuenta también el efecto neto de todas las demás modificaciones de los impuestos indirectos en los países de la zona del euro<sup>47</sup>.

### Gráfico B

#### Impacto de las modificaciones de los impuestos indirectos en la inflación medida por el IAPC

(contribuciones en puntos porcentuales basadas en la diferencia entre el IAPC y el IAPC a impuestos constantes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde a julio de 2020. El impacto de las modificaciones de los impuestos indirectos se calcula como la diferencia entre la inflación medida por el IAPC y la medida por el IAPC a impuestos constantes, asumiendo que la traslación de estos tributos es completa e inmediata.

**El impacto real de las rebajas recientes de los impuestos indirectos en la inflación está sujeto a una incertidumbre considerable.** En primer lugar, en la historia se encuentran pocos ejemplos de recortes de los tipos de los impuestos indirectos en países de la zona del euro que puedan arrojar luz sobre el grado probable de traslación<sup>48</sup>. En segundo lugar, el brusco e intenso deterioro del entorno

<sup>46</sup> Estos recortes abarcan algunos sectores que se han visto especialmente perjudicados por la pandemia, como los servicios relacionados con turismo y viajes (por ejemplo, en Bélgica, Grecia, Chipre y Austria) y las inscripciones en gimnasios/clases deportivas (Países Bajos y Portugal), pero también la rama de alimentación y bebidas (Alemania, Italia, Austria y Eslovaquia) y los suministros médicos (Bélgica, Grecia, Francia, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal y Eslovaquia).

<sup>47</sup> Por lo que respecta a los países grandes de la zona del euro, las subidas de los impuestos indirectos que gravan los alimentos y la energía introducidas en Francia e Italia a principios de 2020 están contrarrestando ligeramente los recortes recientes de estos impuestos como consecuencia de la pandemia. Otros incrementos de los impuestos indirectos afectan al tabaco (Estonia, Francia, Lituania, Luxemburgo, Países Bajos y Austria) y a la energía (Letonia, Lituania, Luxemburgo y Finlandia).

<sup>48</sup> Las reducciones del tipo general del IVA, normalmente de escasa magnitud, se aplicaron en Países Bajos en 1989 y 1992, en Portugal en 1992 y 2008, en Letonia en 2012, en Italia en 1980, en Francia en 2000 y en Irlanda en 1990, 1991, 2001 y 2010.

económico global como resultado de la pandemia de Covid-19 puede afectar a la formación de precios y a las consideraciones sobre márgenes de las empresas de forma distinta de las de un ciclo económico normal, lo que influiría en el grado de traslación (véase el recuadro titulado «El impacto del reciente repunte de la incertidumbre en la actividad económica de la zona del euro» en este Boletín Económico). Por último, la mayor parte de la rebaja actual de los impuestos indirectos tiene su origen en la reducción del IVA en Alemania, que es solo temporal (y muy poco habitual en los países de la zona del euro), y, por tanto, podría generar efectos de anticipación inusuales. Todo esto sugiere que el elevado grado de traslación que se halla en la literatura empírica para las subidas permanentes de los impuestos indirectos no permite inferir con facilidad que los efectos de traslación de los actuales recortes temporales de los tipos impositivos serán de magnitud similar<sup>49</sup>. El Reino Unido aplicó una rebaja temporal del IVA durante un período de 13 meses en 2008-2009. Inicialmente se estimó que la traslación había sido completa, pero, como consecuencia de algunas reversiones, al final solo fue parcial<sup>50,51</sup>.

**La traslación de las rebajas recientes de los impuestos indirectos posiblemente variará en función del sector y, en general, será incompleta.** En el caso de Alemania, cabe suponer que la traslación será sustancial en algunos sectores —como el de la energía o la venta al por menor en supermercados—, pero mucho menor en aquellos con pérdidas de ingresos más elevadas por el confinamiento o que deben hacer frente a costes de menú más altos, por ejemplo, los servicios o el comercio minorista de bienes de consumo duradero. Asimismo, una parte sustancial de la cesta del IAPC no está sujeta a IVA —por ejemplo, los alquileres— y, en consecuencia, no se ve afectada por la modificación de este impuesto. Por tanto, es probable que las reducciones recientes de los impuestos indirectos tengan un impacto notable en la tasa de variación de los precios de los alimentos y de la energía, pero menos pronunciado en el IAPC, excluidos estos dos componentes.

**Los recortes de los impuestos indirectos en los países de la zona del euro configuran el perfil de la inflación para 2020 y 2021 en las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2020.** Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumente de forma ininterrumpida y pase del 0,8 % en 2020 al 0,9 % en 2021 y al 1,1 % en 2022. Sin embargo, si se excluye el impacto real estimado de las modificaciones de los impuestos indirectos, a tenor de las proyecciones, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y

<sup>49</sup> El trabajo de Y. Benzarti, D. Carloni, J. Harju y T. Kosonen, «What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes», *Journal of Political Economy*, de próxima publicación, 2020, presenta evidencia de que la traslación de las modificaciones del IVA es mayor cuando este impuesto sube que cuando baja.

<sup>50</sup> Los resultados empíricos sugieren que, en un principio, las empresas trasladaron el tipo más bajo del IVA (traslación completa), pero transcurridos unos dos meses revirtieron al menos una parte del recorte (véase T. F. Crossley, H. W. Low y C. Sleeman, «Using a Temporary Indirect Tax Cut as a Fiscal Stimulus: Evidence from the UK», *IFS Working Paper*, n.º W14/16, 2014).

<sup>51</sup> El que las empresas apliquen la modificación del tipo de los impuestos indirectos ajustando los precios de cada producto individual en los estantes o al cobrar en caja no debería afectar a las cifras de inflación si en la recopilación de datos de precios también se tienen en cuenta los cambios impositivos aplicados en caja, como ocurre, por ejemplo, en Alemania.

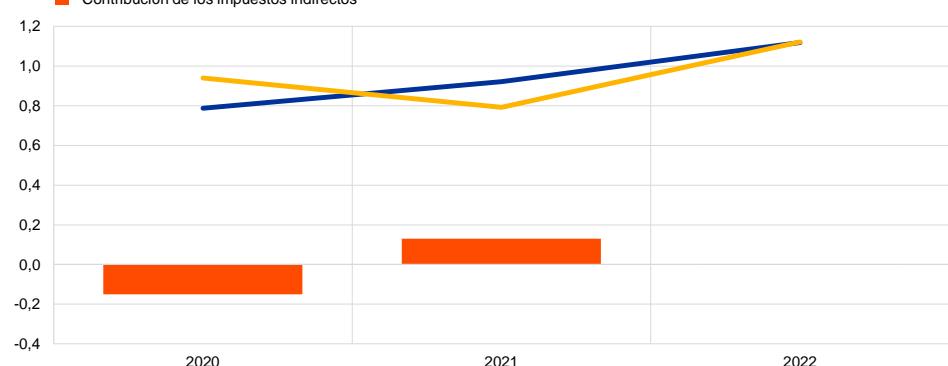
los alimentos, se reducirá del 0,9 % en 2020 al 0,8 % en 2021<sup>52</sup>, y se incrementará posteriormente hasta situarse en el 1,1 % en 2022 (véase gráfico C). Si bien estas proyecciones únicamente contemplan una traslación bastante limitada (solo en torno al 50 %) de las reducciones de los impuestos indirectos a la inflación, los efectos son lo suficientemente pronunciados como para transformar un incremento continuado de la inflación en 2020-2022 en un perfil ligeramente en forma de «V» de la inflación subyacente. Para la comunicación de la política monetaria es importante comprender el impacto de los impuestos indirectos en la evolución de la inflación y las perspectivas.

### Gráfico C

#### Impacto de las modificaciones de los impuestos indirectos en las proyecciones de la inflación medida por el IAPCX

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- IAPCX
- IAPCX, excluidos los impuestos indirectos netos
- Contribución de los impuestos indirectos



Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE, ejercicio de proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2020.

Nota: El cálculo de la contribución de las modificaciones de los impuestos indirectos se basa en las estimaciones de la traslación real.

<sup>52</sup> El carácter transitorio de la bajada del IVA en Alemania, que se revertirá en 2021, implica un efecto al alza en el IAPCX en la segunda mitad de 2021, que explica la diferencia positiva entre la inflación medida por el IAPCX y el IAPCX, excluidos los impuestos indirectos netos.

## Los avales públicos para préstamos y el crédito bancario durante la pandemia de Covid-19

Matteo Falagiarda, Algirdas Prapiestis y Elena Rancoita

**La mayoría de los Gobiernos de la zona del euro han puesto en marcha importantes programas de avales públicos para que las empresas sigan teniendo acceso a los préstamos bancarios.** La demanda de préstamos bancarios del sector empresarial se ha disparado hasta alcanzar niveles récord desde marzo de 2020, ante la necesidad de las empresas de cubrir los déficits de liquidez derivados de la perturbación causada por el coronavirus (Covid-19). Este aumento de la demanda estuvo determinado por la menor capacidad de las empresas para financiar sus costes corrientes con flujos de caja de explotación, debido a la fuerte caída de los ingresos durante el período de confinamiento. Esta situación generó acuciantes necesidades de liquidez para financiar el capital circulante y las inversiones precisas. Además, en un contexto de incertidumbre elevada, las empresas solicitaron préstamos para acumular colchones de liquidez por motivo de precaución o para adaptar su negocio al nuevo entorno. Con el fin de ayudar a las entidades de crédito a dar respuesta a este fuerte ascenso de la demanda en condiciones favorables, la mayor parte de los Gobiernos de la zona del euro han puesto en marcha programas de concesión de avales públicos para préstamos bancarios. Estos programas transfieren parte del riesgo de crédito y de las posibles pérdidas crediticias de los bancos a los Gobiernos, lo que reduce los costes para las entidades de crédito. En este recuadro se analizan en primer lugar las características de los citados programas de avales públicos para préstamos y su nivel de utilización en los países de mayor tamaño de la zona del euro. A continuación se examina cómo se reflejan los préstamos garantizados obtenidos por las empresas en las cifras de crédito agregadas.

**Las características de los programas de avales para préstamos varían de unos países a otros, pero todos deben cumplir las directrices adoptadas por la Comisión Europea**<sup>53</sup>. El objetivo de estos programas es ayudar a las empresas y a los trabajadores autónomos que se han visto afectados por la crisis del Covid-19, pero que no tenían dificultades financieras a finales de 2019. Normalmente, los programas se aplican a los nuevos créditos y, por lo general, a los préstamos a medio y largo plazo (con un vencimiento medio de cinco años)<sup>54</sup>. El plazo para solicitar préstamos cubiertos por los programas de avales concluye al final de 2020 en la mayoría de los casos. El importe máximo por prestatario se ha fijado, en general, en el 25 % del volumen de negocios del beneficiario en 2019 o en el doble de sus costes salariales correspondientes a 2019. El porcentaje avalado oscila entre

<sup>53</sup> Véase el apartado 3.2 de la Comunicación de la Comisión Europea sobre el «[Marco temporal relativo a las medidas de ayuda estatal destinadas a respaldar la economía en el contexto del actual brote de Covid-19](#)». En algunos países, los Gobiernos se han limitado a mejorar programas de avales ya existentes. Aunque este recuadro se centra en los programas de garantías estatales, también se han implantado programas similares a escala regional y en el ámbito supranacional; un ejemplo de estos últimos es el [fondo de garantía paneuropeo](#) gestionado por el Banco Europeo de Inversiones.

<sup>54</sup> En determinados países, también se garantizan operaciones de refinanciación y préstamos concedidos en los meses inmediatamente precedentes al brote de Covid-19.

el 70 % y el 90 % del principal del préstamo, aunque en un número reducido de países, entre los que se incluyen Italia y Alemania, se avala el 100 % del principal, especialmente en el caso de préstamos de cuantía reducida a pequeñas y medianas empresas (pymes) y a autónomos. En otros países de la zona del euro, la cobertura es inferior. En algunos países, las empresas que se han beneficiado de este tipo de programas están sujetas a determinadas condiciones, como la prohibición de distribuir dividendos, límites a la remuneración de los directivos o un compromiso de no despedir a ningún trabajador<sup>55</sup>. El diseño aparentemente complejo de estos programas refleja la necesidad de encontrar un equilibrio entre dar una respuesta rápida a la crisis y mantener un nivel de prudencia suficiente para mitigar cualquier comportamiento no deseable por parte de los bancos, como una asunción excesiva de riesgos, o por parte de las empresas, como el despido de trabajadores mientras se recibe apoyo al crédito del Gobierno<sup>56</sup>.

**El uso de los avales públicos para préstamos ha sido heterogéneo entre países: en España y Francia se han comunicado niveles más elevados de utilización, mientras que, en Italia y Alemania, el recurso a este apoyo ha sido menor.** Desde que los programas se pusieron en marcha en abril, las empresas han obtenido préstamos garantizados por importe de unos 120 mm de euros en Francia y de cerca de 100 mm de euros en España (véase el panel a del gráfico A). En comparación con el endeudamiento bruto de las sociedades no financieras, la mayor utilización se ha registrado en España (aproximadamente el 11 % de la deuda bruta), seguida de Francia (en torno al 5 %). En cambio, su uso ha sido más moderado en Italia (unos 55 mm de euros, que representan en torno al 4 % del endeudamiento bruto) y en Alemania (aproximadamente 45 mm de euros, o alrededor del 2 % de la deuda bruta). En España, el mayor recurso a los préstamos garantizados puede atribuirse, en parte, a la menor disponibilidad de otras medidas de alivio fiscal para las empresas (como moratorias de deuda y ayudas estatales directas). En Francia, estos préstamos se han utilizado más por la aplicación de unas condiciones de precio muy favorables, sobre todo durante su primer año de vigencia. En Alemania, el uso relativamente limitado de estos préstamos obedece, fundamentalmente, a las siguientes razones: i) menores necesidades de financiación de las empresas en relación con otros países, debido a un confinamiento menos estricto y a que se ha recurrido más a una combinación de otras medidas de política, incluidas ayudas directas y aplazamientos en el pago de impuestos, así como programas de regulación temporal de empleo; ii) unas condiciones menos favorables de los programas (precios de los préstamos más elevados, prohibición de distribuir dividendos e imposición de límites a la remuneración de los directivos), y iii) algunos cuellos de botella por el lado de la oferta relacionados con las evaluaciones del riesgo preceptivas en el caso de préstamos de cuantía elevada. En el caso de Italia, la escasa utilización observada hasta la fecha refleja, sobre todo, los cuellos de botella operativos existentes

<sup>55</sup> En general, las condiciones de los préstamos garantizados concedidos a grandes empresas son más estrictas y pueden incluir condiciones relativas a los planes de inversión, la gobernanza, la competencia y la transparencia. El motivo es que, a menudo, los avales forman parte de importantes planes de ayudas estatales que también pueden contemplar la recapitalización por parte del Estado.

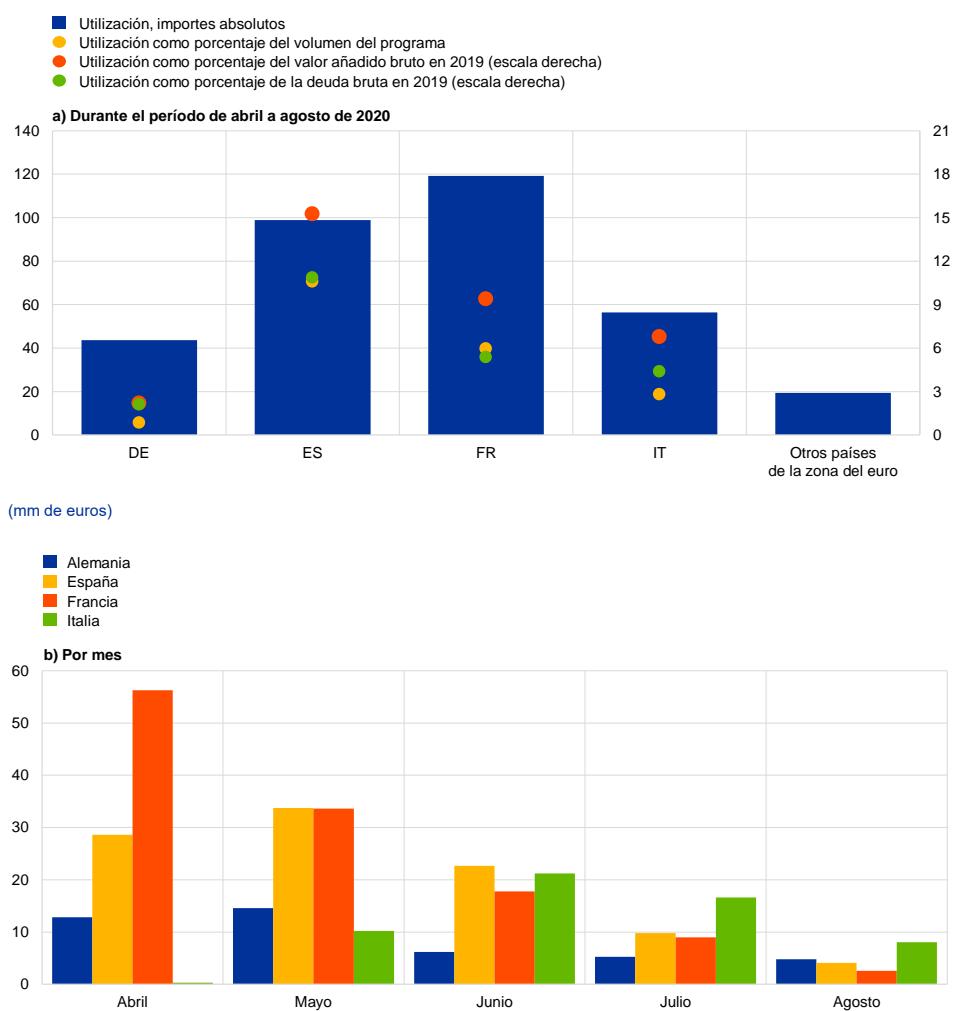
<sup>56</sup> Para más detalles sobre los principales parámetros de los programas y los canales a través de los que operan, véase el recuadro titulado «[Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses](#)», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2020.

inicialmente en la oferta. Estos cuellos de botella se han ido reduciendo, y en julio y agosto la concesión mensual de este tipo de préstamos en Italia superaba a la de otros países (véase el panel b del gráfico A).

### Gráfico A

#### Utilización de préstamos en el marco de los programas de avales públicos

(escala izquierda: mm de euros, porcentajes; escala derecha: porcentajes)



Fuentes: Kreditanstalt für Wiederaufbau (Alemania); Instituto de Crédito Oficial (España); Ministère de l'Économie et des Finances (Francia); Ministero dell'Economia e delle Finanze y Banca d'Italia (Italia); diversas autoridades nacionales (otros países de la zona del euro); noticias; Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de utilización se refieren a importes aprobados de préstamos garantizados. Dado que también es posible conceder préstamos garantizados en forma de líneas de crédito renovables, el importe aprobado es superior al importe realmente desembolsado. La cuantía total de los programas es la siguiente: 757 mm de euros en Alemania, 140 mm de euros en España, 300 mm de euros en Francia y 300 mm de euros en Italia.

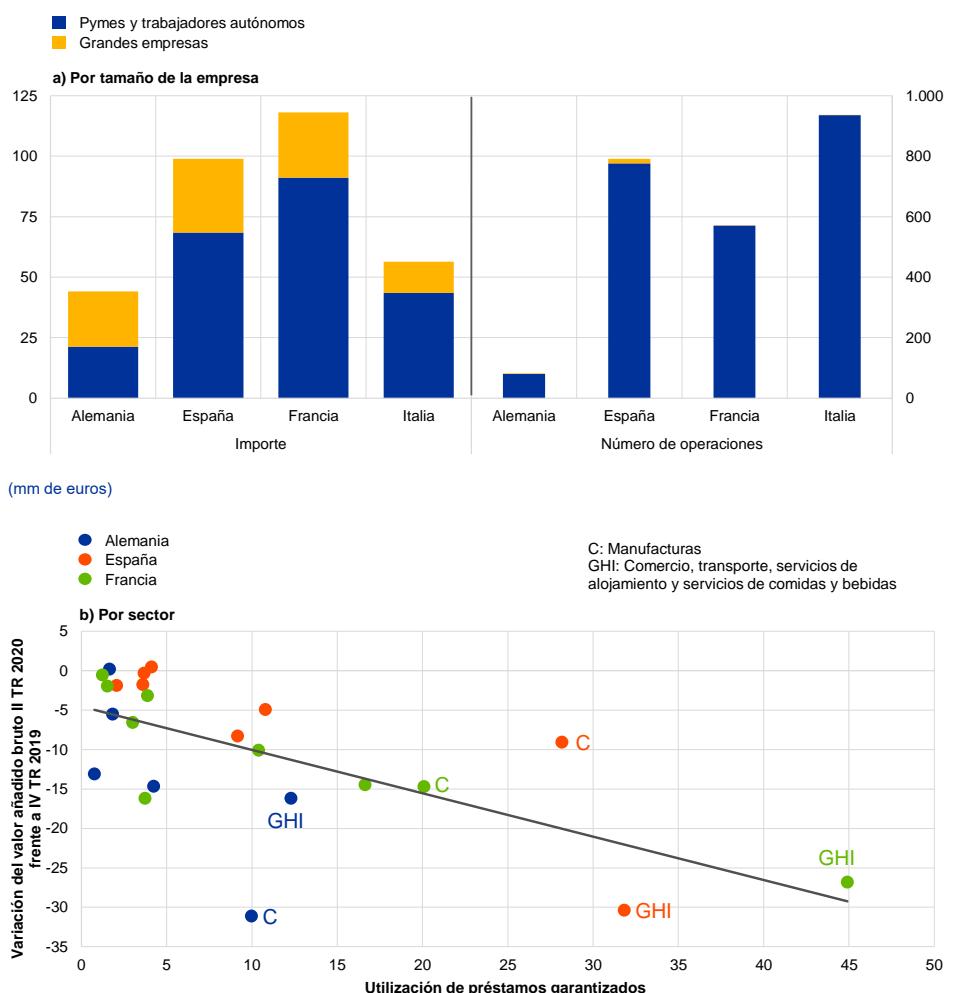
**Parece que las pymes de los sectores más afectados por la crisis (como el comercio, el turismo y el transporte) han sido las principales beneficiarias de los programas de avales públicos para préstamos.** Las pymes y los autónomos han recurrido mucho más a los préstamos garantizados que las grandes empresas, salvo en Alemania (véase el panel a del gráfico B). El mayor uso de los avales por parte de las pymes refleja unas necesidades de liquidez de emergencia relativamente más acuciantes, su mayor dependencia de las entidades de crédito

para financiarse y el hecho de que en el sector bancario existen menos cuellos de botella que afecten a la concesión de préstamos garantizados de pequeña cuantía. En particular, aunque el importe de los préstamos concedidos es comparativamente bajo en Italia, este país ha sido el que más préstamos garantizados ha otorgado, lo que es indicativo del predominio de los créditos de cuantía muy reducida. Desde el punto de vista sectorial, el mayor recurso a los préstamos garantizados ha correspondido a los sectores más afectados por la preocupación existente en torno al contacto físico derivada del Covid-19, así como por las consiguientes políticas de confinamiento, que provocaron un fuerte descenso de su valor añadido bruto en el primer semestre de 2020. El comercio, el transporte y los servicios de comidas han presentado la mayor tasa de utilización, seguidos de las manufacturas (véase el panel b del gráfico B).

### Gráfico B

#### Utilización de préstamos en el marco de los programas de avales públicos

(escala izquierda: mm de euros; escala derecha: miles)



Fuentes: Kreditanstalt für Wiederaufbau (Alemania); Instituto de Crédito Oficial (España); Ministère de l'Économie et des Finances (Francia); Ministero dell'Economia e delle Finanze e Banca d'Italia (Italia); Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos sobre utilización de préstamos garantizados corresponden al período de abril a agosto de 2020. Ante la inexistencia de un desglose por tamaño de empresas en Italia, se supone que los préstamos garantizados a pymes son aquellos concedidos a través del Fondo de Garantía, mientras que los préstamos garantizados a grandes empresas son los que se otorgan a través de SACE (la agencia italiana de crédito a la exportación). En el panel b, se utilizan las clasificaciones sectoriales de NACE Rev. 2.

**Los programas de avales públicos para préstamos han sido fundamentales para respaldar la dinámica del crédito a empresas desde abril, especialmente en España y en Francia.** Los flujos de crédito bancario a empresas de la zona del euro se han incrementado desde la irrupción de la pandemia de Covid-19 en Europa, como consecuencia de las acuciantes necesidades de liquidez de emergencia durante el período de confinamiento. En marzo de 2020, este incremento se vio facilitado por la disposición de fondos en líneas de crédito ya concedidas, pero los sustanciales flujos de meses posteriores reflejaron la concesión de préstamos cubiertos por avales públicos. Entre abril y julio, los flujos brutos de préstamos garantizados superaron a los flujos totales de crédito neto en todos los países de mayor tamaño de la zona del euro, lo que implica que los préstamos no garantizados se están sustituyendo por préstamos garantizados (véase el panel a del gráfico C). Además, la evolución del crédito fue proporcionalmente más intensa en países que han recurrido más a los préstamos garantizados<sup>57</sup>. En el caso específico del volumen bruto de nuevo crédito, en España y Francia, donde el respaldo fiscal a las empresas se proporcionó fundamentalmente a través de programas de avales, en torno al 65 % y al 70 %, respectivamente, de los volúmenes de nuevo crédito del período de abril a julio fueron préstamos garantizados (véase el panel b del gráfico C). En Alemania e Italia, los préstamos garantizados representaron aproximadamente el 20 % de los flujos de nuevo crédito en ese mismo período, mientras que en otros países de la zona del euro el porcentaje fue insignificante.

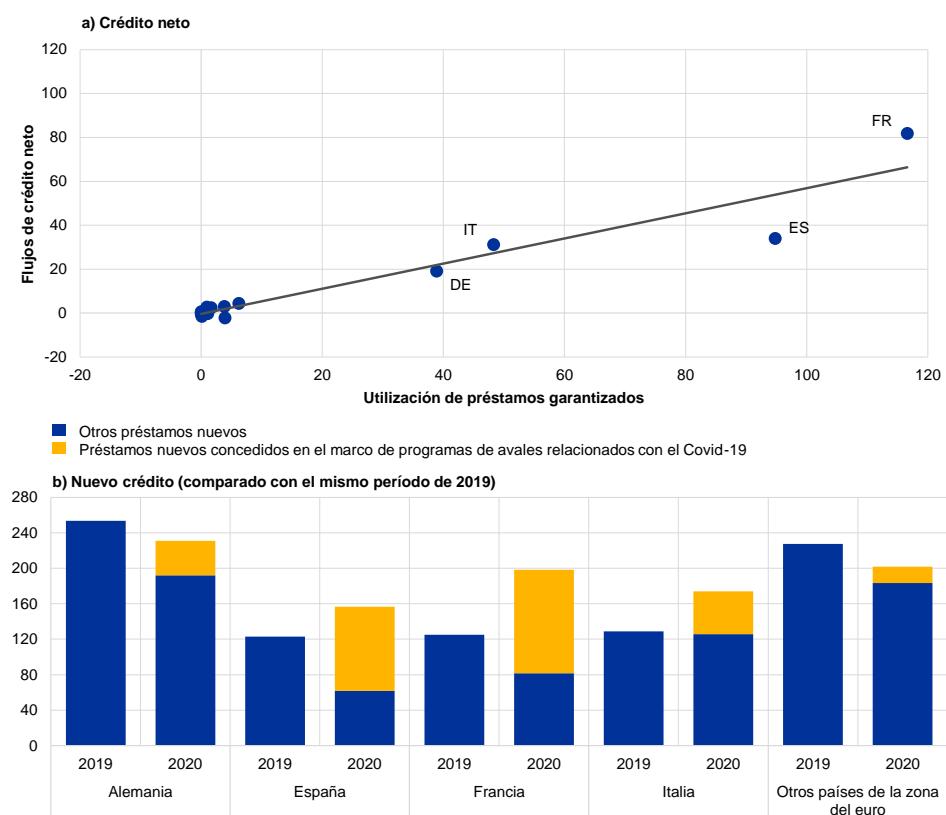
---

<sup>57</sup> Para conocer la evolución reciente del crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras, véase el gráfico 22 de este Boletín Económico.

### Gráfico C

Utilización de préstamos garantizados y préstamos a sociedades no financieras y a autónomos durante el período abril-julio de 2020

(mm de euros)



Fuentes: Kreditanstalt für Wiederaufbau (Alemania); Instituto de Crédito Oficial (España); Ministère de l'Économie et des Finances (Francia); Ministero dell'Economia e delle Finanze y Banca d'Italia (Italia); diversas autoridades nacionales (otros países de la zona del euro); noticias; BCE y cálculos del BCE.

Notas: «Crédito neto» se refiere a los préstamos, netos de amortizaciones, según figuran en las estadísticas del balance de las IFM. «Nuevo crédito» se refiere a las operaciones de préstamos nuevos puros, según se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM. Los flujos de crédito neto y de nuevo crédito no se han desestacionalizado. Los flujos de crédito neto están ajustados de titulizaciones, transferencias de préstamos y otras transferencias.

**Los efectos de los programas de avales para préstamos también pueden detectarse en el plazo de vencimiento y en el importe de los flujos de crédito bancario recientes, en los flujos positivos de líneas de crédito no dispuestas y en el mantenimiento de unas condiciones crediticias favorables.** En primer lugar, mientras que los flujos de préstamos a corto plazo han sido, en general, negativos durante el período de la crisis del Covid-19, los préstamos a medio y largo plazo —con plazos de vencimiento que suelen estar respaldados por avales— han aumentado de forma notable (véase gráfico D). Esto contrasta con las regularidades históricas, ya que las necesidades acuciantes de liquidez para financiar capital circulante suelen estar asociadas a una mayor demanda de préstamos a corto plazo, mientras que los préstamos a largo plazo se destinan a la financiación de proyectos de inversión en capital fijo<sup>58</sup>. En segundo lugar, se han registrado flujos

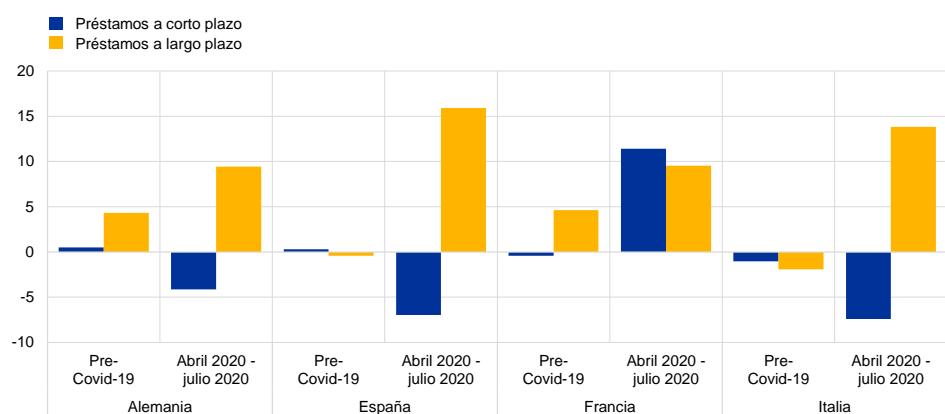
<sup>58</sup> Para más detalles sobre los factores determinantes de la demanda de préstamos durante la pandemia de Covid-19, véase el recuadro titulado «Cambios en los factores determinantes de la demanda de préstamos por parte de las empresas en la zona del euro durante la pandemia de Covid-19», Boletín Económico, número 5, BCE, 2020.

elevados de nuevos préstamos de pequeña cuantía (menos de un millón de euros), sobre todo en España, Francia e Italia, en consonancia con el mayor recurso a los préstamos garantizados por parte de las pymes de estos países. En tercer lugar, la evidencia de incremento de los volúmenes del crédito no dispuesto en el segundo trimestre del año sugiere que solo una parte de los préstamos garantizados aprobados se han desembolsado en realidad, lo que probablemente refleja la acumulación preventiva de colchones de liquidez por parte de las empresas, y apunta a que quedan abundantes fondos disponibles para que las sociedades hagan frente a sus necesidades de financiación en el corto plazo. En cuarto lugar, los avales públicos para préstamos también han contribuido a mantener unas condiciones de financiación favorables, como muestra el hecho de que los tipos de interés de los préstamos continúen en mínimos históricos (especialmente para las modalidades de préstamo que suelen estar respaldadas por avales)<sup>59</sup>, y de que los criterios de concesión de crédito prácticamente no hayan variado, de acuerdo con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2020.

#### Gráfico D

##### Préstamos a sociedades no financieras y a autónomos, por plazo de vencimiento

(medias mensuales en mm de euros)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Flujos sin desestacionalizar (y sin ajustar de titulizaciones y otras transferencias). Los préstamos a corto plazo son aquellos con un vencimiento igual o inferior a un año, y los préstamos a largo plazo, un vencimiento superior a un año. El período pre-Covid-19 se refiere al período comprendido entre marzo de 2019 y febrero de 2020.

**La retirada progresiva de los programas de avales públicos para préstamos ha de evaluarse teniendo en cuenta las necesidades de financiación de las empresas en los próximos meses, y sus posibles efectos secundarios deben vigilarse de cerca.** Estos programas fueron cruciales para responder a las necesidades de financiación de las empresas en las fases iniciales de la pandemia de Covid-19, y contribuyeron, junto con otras medidas audaces, a evitar que empresas viables se quedaran sin liquidez. La finalización prematura y excesivamente repentina de estos programas podría provocar importantes restricciones de liquidez para las empresas y desencadenar quiebras, lo que, a su

<sup>59</sup> Véase el gráfico 24 en este Boletín Económico. Por ejemplo, los tipos de interés del crédito bancario en Francia han registrado una caída considerable desde abril. Este descenso estuvo impulsado por los préstamos de pequeña cuantía y refleja la ingente demanda de las pymes de préstamos con avales públicos, que las entidades de crédito conceden a tipos de interés muy próximos a cero en ese país.

vez, reduciría el capital de las entidades de crédito. Posiblemente, esto causaría una disminución súbita de los flujos de crédito y un endurecimiento de las condiciones crediticias, lo que provocaría más quiebras y dificultaría la financiación del ajuste que las empresas supervivientes tendrían que realizar para adaptarse a la «nueva normalidad» de su actividad. Por otra parte, si el respaldo proporcionado por las políticas en la crisis actual diera lugar a una ampliación permanente y a gran escala de la influencia de los Gobiernos en los resultados económicos, a largo plazo, la eficiencia de la asignación de recursos se vería dificultada y la capacidad productiva de la economía de la zona del euro se reduciría, al mantener a flote de forma artificial a empresas no viables o insuficientemente rentables. Además, el diseño y la calibración específicos de los programas de avales pueden tener efectos secundarios, por ejemplo, incentivando un endeudamiento excesivo y una asignación imprudente de los riesgos. Estos efectos secundarios deberán vigilarse estrechamente durante los próximos meses y, una vez que remitan las consecuencias económicas y financieras de la crisis del Covid-19, será necesaria una estrategia de retirada progresiva prudente y bien programada.

## Las implicaciones fiscales del paquete de recuperación de la UE

Alessandro Giovannini, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger y Vilém Valenta

**El paquete de recuperación de la UE representa un hito importante en la integración de la política económica europea.** El 21 de julio de 2020, el Consejo Europeo acordó un instrumento temporal de recuperación, de carácter extraordinario, denominado «Next Generation EU» (NGEU). Junto con el marco financiero plurianual tradicional (MFP), el NGEU asegurará una respuesta fiscal europea coordinada para hacer frente a las consecuencias económicas de la pandemia de coronavirus (Covid-19). Mientras que el único propósito del Plan Europeo de Recuperación Económica de 2008<sup>60</sup> era coordinar los paquetes de estímulo presupuestario nacionales que debía financiar cada Estado miembro, el NGEU establece un modelo de financiación conjunta para respaldar el gasto público y las reformas en la UE.

**En relación con el NGEU, la Comisión Europea está autorizada a captar hasta 750 mm de euros en los mercados de capitales en nombre de la Unión Europea.** Los fondos pueden destinarse a conceder préstamos por un importe máximo de 360 mm de euros y subvenciones por un importe de hasta 390 mm de euros, siendo el plazo de desembolso hasta finales de 2026 y el de reembolso hasta el 31 de diciembre de 2058, a más tardar. Las emisiones realizadas en el marco del NGEU multiplicarán por 15, aproximadamente, la deuda viva de la Unión, y serán las mayores emisiones denominadas en euros a escala supranacional de la historia. Mientras que los préstamos serán reembolsados por los Estados miembros beneficiarios, el Consejo Europeo acordó reformar el sistema de recursos propios y garantizar que el reembolso de las subvenciones se cubra mediante las aportaciones basadas en la renta nacional bruta y nuevos recursos propios de la UE.

**El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) es el elemento central del instrumento NGEU.** La totalidad de la dotación para préstamos y el 80 % de las subvenciones se asignarán al MRR, cuyo objetivo es impulsar las inversiones y las reformas en los Estados miembros para sentar las bases de una recuperación resiliente y sostenible, promoviendo al mismo tiempo las prioridades de la Unión en materia ecológica y digital. El resto del NGEU se destinará principalmente a reforzar los programas de gasto a escala de la UE en el marco del MFP.

**Para recibir apoyo financiero del MRR, los Estados miembros de la UE tienen que elaborar planes nacionales de recuperación y resiliencia en los que se establezcan sus agendas de reformas e inversiones para los años 2021 a 2023.** Estos planes deben incluir paquetes coherentes de reformas y proyectos de inversión pública y hacer frente a los retos señalados en el contexto del Semestre

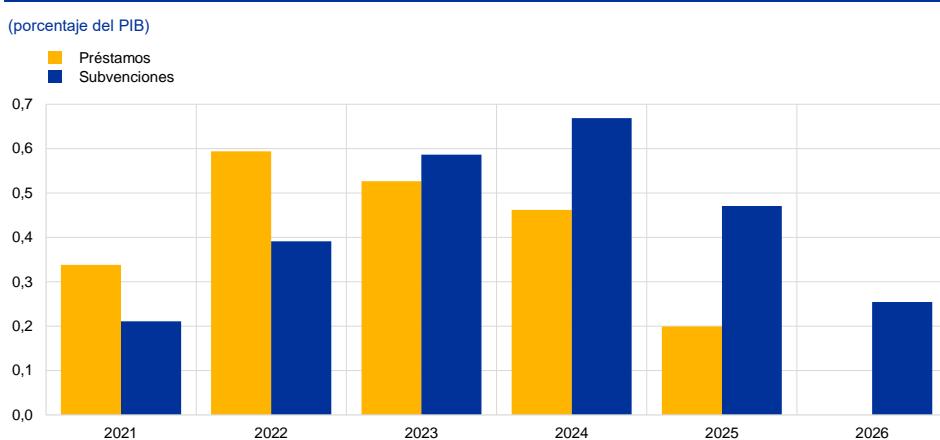
<sup>60</sup> Véase [Un Plan Europeo de Recuperación Económica COM \(2008\) 800 final, 26 de noviembre de 2008](#).

Europeo. También deben reforzar el potencial de crecimiento, la creación de empleo y la resiliencia económica y social del Estado miembro de que se trate. El apoyo financiero se desembolsará en tramos una vez se alcancen los objetivos intermedios y las metas identificados en estos planes.

**Se prevé que el volumen total del apoyo financiero que se preste en el marco del NGEU sea significativo en términos macroeconómicos y ascienda a casi el 5 % del PIB de la zona del euro.** La idea es que el apoyo financiero a través del NGEU esté comprometido enteramente antes de finales de 2023 y se desembolse en gran parte entre 2021 y 2024 (véase gráfico A)<sup>61</sup>. Sobre la base de la información disponible actualmente, las subvenciones tendrán un perfil temporal más diferido que los préstamos. Aunque se mantiene la incertidumbre en relación con las implicaciones para los presupuestos nacionales, el NGEU supondría una expansión fiscal basada en la deuda de alrededor del 1 % del PIB, en promedio, en la zona del euro en el período 2021-2024, asumiendo que el apoyo se utiliza a escala nacional para financiar gastos adicionales. Siempre que se destine a gasto productivo y vaya acompañado de reformas que fomenten el crecimiento, el NGEU ayudaría no solo a respaldar la recuperación, sino también a incrementar la resiliencia y el potencial de crecimiento de las economías de los Estados miembros en el futuro.

#### Gráfico A

##### NGEU: desembolso previsto de fondos a los países de la zona del euro



Fuentes: Conclusiones del Consejo Europeo del 21 de julio de 2020, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Se presupone que las subvenciones a los países de la zona del euro seguirán las claves de reparto acordadas. Se prevé que solo los países con un coste de financiación superior al tipo de interés esperado de los préstamos del NGEU reciban préstamos por el máximo del 6,8 % de la renta nacional bruta. El perfil temporal se basa en las estimaciones presentadas en la propuesta de la Comisión Europea para el establecimiento del NGEU.

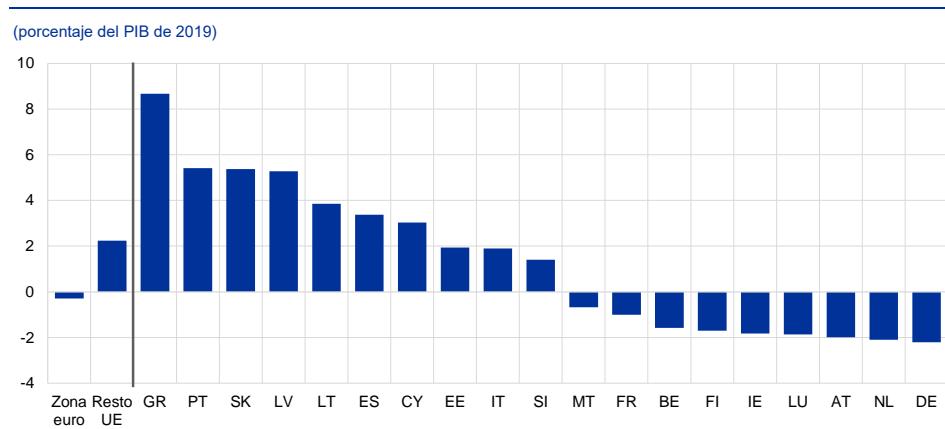
**La clave de reparto del MRR garantiza un apoyo macroeconómico más fuerte para los países más vulnerables.** En 2021-2022, los fondos se distribuirán sobre la base de la renta per cápita y de la evolución del desempleo en el pasado; para

<sup>61</sup> El Consejo Europeo acordó que el 70 % de las subvenciones concedidas por el MRR se comprometerá en 2021 y 2022. El 30 % restante se comprometerá enteramente a finales de 2023. Cabe señalar que una de las características básicas del presupuesto de la UE es que las decisiones sobre los compromisos son independientes de las relativas a los pagos, por lo que se producen en distintos momentos. El calendario de los pagos se basa en las estimaciones de la [Propuesta de la Comisión Europea de reglamento por el que se establece un Mecanismo de Recuperación y Resiliencia](#), ajustadas para reflejar las conclusiones del Consejo Europeo del 21 de julio de 2020.

2023, la evolución del desempleo pasada se sustituirá por las caídas observadas en el PIB real en 2020-2021. El acuerdo de distribución de los fondos implicará un cuantioso apoyo financiero neto a los países de la zona del euro que se enfrentan a los mayores retos económicos y fiscales tras la pandemia (véase gráfico B)<sup>62</sup>. Grecia será el mayor receptor neto de apoyo del MRR en relación con el PIB, pero España e Italia, que previsiblemente se encontrarán entre los países más afectados en términos tanto de fallecimientos como de daños económicos, también recibirán un apoyo fiscal considerable.

### Gráfico B

#### MRR: reparto de subvenciones, neto de pagos esperados



Fuentes: Conclusiones del Consejo Europeo del 21 de julio de 2020, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Está previsto que el 70 % de las subvenciones se distribuyan en 2021-2022 sobre la base de la clave de reparto propuesta por la Comisión Europea (teniendo en cuenta la población, la inversa del PIB per cápita y la tasa media de desempleo durante el período 2015-2019). Para el 30 % de las subvenciones que se reparten en 2023, el criterio del desempleo medio se sustituye por la pérdida del PIB en 2020 (15 %) y la pérdida acumulada del PIB durante 2020-2021 (15 %) con arreglo a las proyecciones actuales de la Comisión Europea. Se supone que los reembolsos se corresponden con el peso de los países en la renta nacional bruta de la UE.

**Es fundamental ofrecer una respuesta europea coordinada al Covid-19 para evitar una recuperación desigual y la fragmentación económica, promoviendo al mismo tiempo la resiliencia económica en los Estados miembros.** El NGEU se suma al MFP tradicional por valor de alrededor de 1 billón de euros en los siete próximos años y a las tres «redes de seguridad» europeas, por valor de 540 mm de euros, acordadas en abril de 2020<sup>63</sup>. La respuesta europea a la crisis es ambiciosa y proporcional a los desafíos que afronta el continente. Además, es importante que las políticas monetaria y fiscal, aunque actúan de forma independiente en la zona del euro, se estén reforzando mutuamente en estos momentos.

**Será esencial asegurar que el apoyo fiscal proporcionado a través del NGEU no se vea contrarrestado por la retirada prematura del apoyo fiscal financiado a nivel nacional.** Ante la profundidad de la perturbación de la pandemia y la incertidumbre asociada, en marzo de 2020 se activó la cláusula general de

<sup>62</sup> El cuadro 1 del [Documento de trabajo de los servicios de la Comisión «Identifying Europe's recovery needs»](#) sugiere que los países con un PIB per cápita inferior a la media y con una deuda elevada (en particular, Chipre, Grecia, España, Italia y Portugal) recibirán el 50 % del apoyo (con arreglo a la clave de reparto de la Comisión que se utilizará en 2021 y 2022), mientras que su peso en el PIB de la UE (empleado como aproximación de las aportaciones al presupuesto de la UE) se cuantifica en torno al 25 %.

<sup>63</sup> Véase el recuadro titulado «[La crisis del Covid-19 y sus implicaciones para las políticas fiscales](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

salvaguardia establecida en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y se considera probable que se prorrogue hasta 2021. Ello permite a los Gobiernos adoptar las medidas necesarias para combatir la pandemia, desviándose de las exigencias de ajuste que serían aplicables en condiciones normales con arreglo al pacto, sin comprometer la sostenibilidad de las finanzas públicas.

**Aunque la estabilización macroeconómica sigue siendo una prioridad, será importante mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas durante la recuperación.** La actual crisis ha puesto de relieve que los niveles muy elevados de deuda pública pueden implicar vulnerabilidades y restricciones fiscales cuando un país se ve afectado por una fuerte perturbación económica. Por tanto, es fundamental que el apoyo fiscal se utilice con eficacia para reforzar el potencial de crecimiento y la resiliencia, lo que, a su vez, mejora la sostenibilidad de las finanzas públicas. La financiación de la UE debería emplearse con arreglo a las necesidades específicas de cada país y a las prioridades de reforma acordadas a escala europea.

**La forma en que la UE ha respondido a la crisis también tiene implicaciones para el diseño y la implementación futuros del marco de gobernanza europeo.**

En primer lugar, aunque es necesaria una política fiscal expansiva para sostener la recuperación, en adelante será importante que las reglas fiscales respalden con eficacia la reducción de los niveles de deuda pública elevados en épocas de bonanza económica. En segundo lugar, el NGEU es un elemento nuevo e innovador del marco fiscal europeo. Supondrá la emisión de un volumen cuantioso de deuda supranacional en los próximos años, y su creación ha mostrado la disposición política a diseñar un instrumento fiscal común cuando es necesario. Esta innovación, aunque es de carácter extraordinario, también podría servir de enseñanza a la Unión Económica y Monetaria, que sigue sin tener una capacidad fiscal permanente a nivel supranacional para la estabilización macroeconómica en épocas de crisis profunda. La revisión del marco de gobernanza económica<sup>64</sup>, que la Comisión puso en marcha en febrero de 2020 y pospuso a causa de la pandemia, ofrece una buena oportunidad para incorporar estas importantes consideraciones.

---

<sup>64</sup> Para más información, véase [Economic Governance Review](#).