

# Artículos

## 1 El camino de China hacia la normalización tras la pandemia de Covid-19

**Alexander Al-Haschimi, Apostolos Apostolou y Martino Ricci**

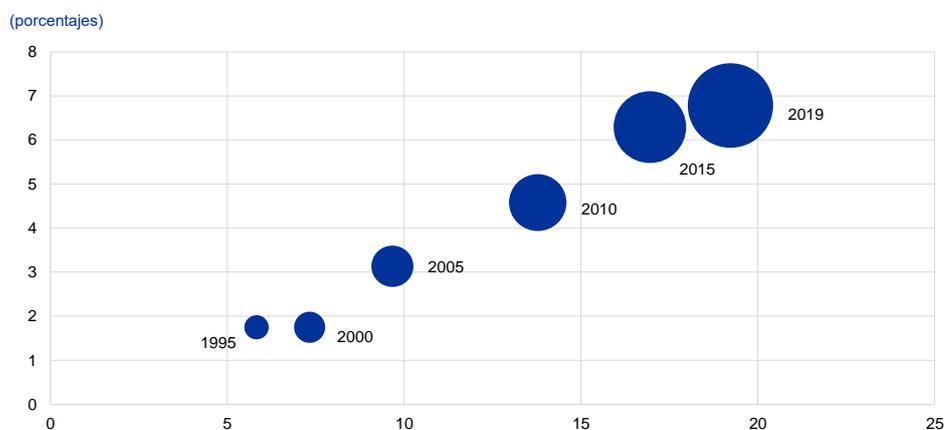
En este artículo se describe el retroceso y la posterior recuperación de la economía china después del brote de coronavirus (Covid-19). Se utilizan datos de alta frecuencia para evaluar la velocidad a la que se está normalizando la actividad en diversos sectores económicos, una vez permitida la reanudación de la actividad empresarial. Un aspecto de particular relevancia es la distinción entre el sector industrial y el de servicios, sujetos a medidas sanitarias y de seguridad diferentes. Se llega a la conclusión de que la actividad económica de China aumentó desde el mínimo próximo al 20 % de los niveles normales registrado en febrero de 2020 hasta el 90 % en solo tres meses. Aunque la capacidad productiva se recobró con rapidez, el ritmo de normalización de la actividad fue más gradual en los servicios, que habrían permanecido muy afectados por las medidas de contención del Covid-19. La recuperación estuvo impulsada, sobre todo, por la demanda interna privada y por la respuesta de las autoridades, ya que la normalización del país coincidió con la aplicación de medidas de confinamiento por parte de muchos de sus socios comerciales y, por lo tanto, también con la contracción de la demanda externa. De cara al futuro, la incertidumbre y los riesgos en torno a la senda de recuperación siguen siendo extraordinariamente elevados, debido, en gran parte, a la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia de Covid-19 y sobre si se encontrará —y cuándo— una solución médica contra el virus.

### Introducción

**Desde mediados de la década de 1990, la economía de China ha experimentado un rápido crecimiento que ha dado lugar a una mayor interrelación con la economía global.** Este fenómeno, acompañado de un proceso gradual de reformas y de apertura, ha convertido a este país en una de las economías más importantes del mundo y en una potencia comercial. Durante los cinco últimos años, su economía ha crecido a una tasa media del 6,7 %, lo que supone alrededor de una tercera parte del crecimiento mundial. Al mismo tiempo, la demanda china de bienes y servicios importados de muchas economías, incluida la zona del euro, ha aumentado de forma considerable. Entre 1995 y 2019, su participación en la demanda externa de la zona se incrementó desde el 2 % hasta aproximadamente el 7 % (véase gráfico 1). Esta tendencia pone de manifiesto que la magnitud de la recuperación de China tras la pandemia tiene gran relevancia tanto dentro como fuera de sus fronteras.

## Gráfico 1

### Participación de China en el PIB mundial y demanda externa de la zona del euro



Fuentes: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, abril de 2020 (cifras sobre el PIB), y BCE (participación de China en la demanda externa de la zona del euro).

Notas: El eje de abscisas muestra el PIB de China en porcentaje del PIB mundial total, y el eje de ordenadas la participación de China en la demanda externa de la zona del euro. El tamaño de los círculos representa el PIB de China basado en la paridad del poder adquisitivo expresada en dólares internacionales a tipos de cambio nominales.

**La pandemia de Covid-19 afectó a China antes que a otras economías.** De acuerdo con las estadísticas oficiales, el número de casos confirmados de Covid-19 pasó de menos de 1.000 al final de enero de 2020 a más de 80.000 a principios de marzo. Se introdujeron medidas de confinamiento estricto para controlar la epidemia con rapidez. Estas medidas de contención hicieron necesaria la paralización de la economía durante un período prolongado, lo que provocó un retroceso significativo de la actividad económica en el corto plazo. Aunque China controló el brote con relativo éxito, el Covid-19 se propagó a gran velocidad por todo el mundo y, a mediados de marzo, el número de casos confirmados en otros países era superior al de China. A principios de agosto se habían superado los 19 millones de casos a escala global.

**La naturaleza de la contracción registrada durante la pandemia de Covid-19 es muy distinta de la de otras desaceleraciones cíclicas.** En el episodio actual, tanto la oferta como la demanda se han desplomado como consecuencia de los cierres de empresas y de las restricciones a la movilidad. Por lo tanto, el grado de incertidumbre agregada sobre la senda de recuperación económica es mayor de lo habitual, debido, entre otros factores, a los temores de que un repunte de nuevos casos comprometa la recuperación. Además, el tiempo que se tardará en desarrollar y aplicar una solución médica sigue siendo incierto, al igual que el impacto a medio plazo sobre el mercado de trabajo derivado del mantenimiento de las medidas de contención. A este respecto, la recuperación de China, que comenzó antes que en el resto del mundo, puede servir de ejemplo para otras economías que se encuentren en fase de flexibilización de sus medidas de contención.

## Conclusiones

**En este artículo se han considerado datos tradicionales e indicadores de alta frecuencia no convencionales, con el fin de determinar el ritmo de la**

**recuperación económica de China.** Después de experimentar una desaceleración que se materializó a una velocidad sin precedentes a principios de 2020, en cuestión de tres meses la economía repuntó hasta alcanzar niveles de actividad próximos a los observados antes del brote de Covid-19. La relativa rapidez de la recuperación se debe a que la naturaleza de la perturbación fue, fundamentalmente, de oferta, lo que propició que la capacidad productiva pudiera restablecerse en un plazo relativamente breve. No obstante, la contracción de la demanda tardará más en normalizarse por completo, ya que la necesidad de mantener la distancia social afecta a actividades que implican una mayor densidad de concentración de personas.

**Las perspectivas económicas de China dependen de varios factores inciertos.**

El primer factor, el más importante, es el tiempo que se necesitará para desarrollar y aplicar una solución médica para la pandemia. El segundo es la posibilidad de reactivación de la pandemia de Covid-19 y de que se produzcan segundas oleadas antes de que se disponga de una solución. El tercero es el ritmo de recuperación de los socios comerciales de China. Por último, diversos factores estructurales y geopolíticos también influyen en la senda de crecimiento que seguirá este país en el futuro, entre ellos el alcance de un posible desacoplamiento de las cadenas globales de valor, así como las relaciones comerciales futuras con los principales socios, en particular con Estados Unidos. Aunque parece que el escenario más probable es que la actividad económica se normalice a lo largo de 2021, los factores mencionados podrían provocar desviaciones considerables con respecto a este escenario base. En vista de la creciente influencia de China en el crecimiento mundial, los factores inciertos que rodean a la recuperación de este país son sumamente relevantes para las perspectivas económicas mundiales.

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

## 2 Los efectos virales del comercio exterior y de las redes de suministro en la zona del euro

Virginia Di Nino y Bruno Veltri

Las perturbaciones adversas provocadas por las medidas de contención que se introdujeron en respuesta al coronavirus (Covid-19) no se limitan al país de origen, y, aunque el comercio exterior no es el único mecanismo de propagación de estas perturbaciones, contribuye a transmitir las entre distintas economías. En la zona del euro, la profunda integración de las empresas en cadenas regionales de suministro —así como los fuertes vínculos de demanda— actúa como mecanismo amplificador. En este artículo se cuantifican la propagación y el impacto de perturbaciones adversas originadas en la zona del euro sobre el PIB, el comercio exterior y la balanza comercial de la zona. Se llega a la conclusión de que el grado de transmisión de una perturbación que se genera en uno de los cinco Estados miembros más importantes desde un punto de vista económico al resto de la zona del euro oscila entre el 15 % y 28 % del tamaño de la perturbación original. En las economías abiertas y las que están más interconectadas en redes regionales de producción, los efectos de contagio (*spillover*) son más acusados.

### Introducción

**En sus intentos por limitar la propagación de la pandemia de Covid-19, todos los Gobiernos de la zona del euro impusieron confinamientos y medidas de contención que desencadenaron una combinación de perturbaciones de oferta y de demanda que afectaron negativamente a sus economías y se sumaron a las consecuencias económicas de la propia enfermedad.** A medida que la pandemia se expandía por todo el mundo, muchos otros países adoptaron medidas similares, lo que sometió a la zona del euro a más tensiones, dado que la actividad comercial y empresarial se paralizó, la movilidad solo se permitía para satisfacer las necesidades básicas y los desplazamientos se limitaron a actividades esenciales o a casos de fuerza mayor. Las graves repercusiones a escala nacional sobre la capacidad de gasto y sobre las preferencias de consumo y de inversión de los agentes económicos se han extendido por todo el mundo con una intensidad que depende del grado de interconexión económica e industrial.

**En este artículo se utilizan las tablas *input-output* multirregionales (MRIO, por sus siglas en inglés) para evaluar la transmisión —a través del comercio exterior— de las perturbaciones adversas generadas por los confinamientos y**

**las medidas de contención en toda la zona del euro**<sup>65</sup>. Esta metodología presenta una serie de ventajas. Al optar por una representación completa de los vínculos de producción y de demanda entre países y sectores se pueden evaluar los efectos de contagio (*spillover*) y de retorno (*spillback*) de una perturbación idiosincrásica en la producción, el valor añadido y el comercio interior y exterior de cualquier otro país y sector en un solo marco general. La metodología permite descomponer la transmisión de la perturbación en los efectos directos sobre los socios comerciales y en los efectos de contagio sobre terceros países —a través de los socios comerciales— y sobre los distintos sectores. Los últimos solo se ven afectados indirectamente como resultado de los impactos sobre los insumos del sector directamente perjudicado por las medidas de contención. La metodología empleada permite analizar diversas perturbaciones, en particular las que afectan a un único país, a varios países o a sectores concretos, y las específicas del comercio exterior. Las características mencionadas antes son especialmente relevantes por la fuerte interdependencia de las economías de la zona del euro y el hecho de que este artículo se centre en las perturbaciones que se originan en la zona. En este contexto, es probable que los análisis basados en metodologías que no tienen en cuenta las interconexiones de la zona del euro infravaloren el impacto real de la perturbación ocasionada por el Covid-19.

**El resto del artículo se estructura como sigue.** El marco metodológico, los escenarios y los supuestos relacionados se describen en la sección 2. En la sección 3 se presentan los canales de transmisión y en la sección 4 se analizan los efectos en la economía de la zona del euro de los confinamientos y de las medidas de contención implantados en los cinco países más importantes de la zona. También se profundiza en los efectos de mitigación esperados de las políticas diseñadas por los Gobiernos para apoyar las rentas de los ciudadanos y la actividad empresarial en épocas de pandemia. En la sección 5 se revisan las principales conclusiones extraídas del análisis y se comentan los posibles cambios económicos estructurales desencadenados por el Covid-19.

## Conclusiones

**En este artículo se analiza la transmisión y la amplificación en la zona del euro de las perturbaciones adversas internas generadas por las medidas de contención.** Las interconexiones internacionales entre países y sectores y el grado de apertura determinan la intensidad de la propagación de las perturbaciones a

<sup>65</sup> La literatura sobre los efectos macroeconómicos del Covid-19 ha aumentado con rapidez y también hace referencia a los efectos de los confinamientos y de las medidas de contención en el PIB y en el comercio de socios comerciales. Véanse J.-N. Barrot, B. Grassi y J. Sauvagnat, «[Sectoral Effects of Social Distancing](#)», *HEC Paris Research Paper* n.º FIN-2020-1371, 2 de abril de 2020; G. B. Navaretti, G. Calzolari, A. Dossena, A. Lanza y A. F. Pozzolo, «In and out of lockdowns: Identifying the centrality of economic activities», *Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers*, n.º 17, Centre for Economic Policy Research, 13 de mayo de 2020; B. Bonadio, Z. Huo, A. A. Levchenko y N. Pandalai-Nayar, «[Global Supply Chains in the Pandemic](#)», *Working Paper*, n.º 27224, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, mayo de 2020; M. Bodenstein, G. Corsetti y L. Guerrieri, «[Social Distancing and Supply Disruptions in a Pandemic](#)», *Finance and Economics Discussion Series 2020-031*, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Washington, 16 de abril de 2020, y D. Baqaee y E. Farhi, «[Nonlinear Production Networks with an Application to the Covid-19 Crisis](#)», *Working Paper*, n.º 27281, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, mayo de 2020.

través del comercio exterior, pero el análisis realizado en este artículo ha demostrado que los efectos de amplificación y los canales de transmisión varían en función del tipo de perturbación.

**Las perturbaciones se propagan con intensidad en la zona del euro porque es un ejemplo típico de red de producción regional en la que los vínculos de demanda final son también muy importantes.**

Una perturbación con origen en uno de los cinco Estados miembros más importantes de la zona del euro se transmite al resto de la zona en un grado que oscila entre el 15 % y el 28 % cuando se tienen en cuenta los canales de oferta y de demanda. Una respuesta común o coordinada con medidas fiscales específicas puede contribuir a evitar esos efectos amplificadores. Asimismo, estos efectos han de tenerse presentes al valorar el impacto sobre el PIB real y sobre la inflación, y al decidir la respuesta de política monetaria adecuada.

**La compleja estructura en cadena del modelo de producción puede mejorarse.**

La cooperación internacional podría reforzarse con vistas a evitar la escasez de productos esenciales, tales como medicamentos o equipos médicos, reduciendo la concentración excesiva de la producción de componentes clave en pocas fábricas y permitiendo una mayor diversificación geográfica. Aunque las economías de escala seguirán favoreciendo la concentración de la producción, el equilibrio de costes y beneficios trasciende las perspectivas meramente coyunturales y la conveniencia económica. Como ha puesto de manifiesto la crisis del Covid-19, las consideraciones de carácter no económico relativas a situaciones críticas son también factores que han de tenerse en cuenta.

**Al mismo tiempo, las redes de producción pueden representar una red de seguridad para las empresas que las integran en épocas de crisis.**

Durante una crisis, los eslabones más débiles de la cadena pueden ser rescatados, fusionados o adquiridos, y los *holdings* financieros de los grandes grupos pueden proporcionar liquidez para evitar restricciones de crédito. Las dificultades de financiación también pueden mitigarse recurriendo temporalmente a condiciones de pago más favorables por parte de los proveedores participantes en la red. Por último, si la producción se recorta, las empresas de la red recibirán un trato preferente frente a las no pertenecientes, y serán las últimas que experimentarán escasez de suministros intermedios. Sin embargo, la red de seguridad contribuye sobre todo a superar contratiempos transitorios, pero no protegerá a las empresas sometidas a tensiones a medio plazo; por consiguiente, los Gobiernos siguen siendo responsables de evitar efectos permanentes a largo plazo derivados de la pandemia.

**En el análisis presentado no se han considerado las nuevas tendencias sobre la forma de interactuar de las personas y las economías en el futuro.**

El Covid-19 ha acelerado transformaciones que ya estaban en marcha. Es probable que el trabajo a distancia, las teleconferencias, la disminución del número de reuniones públicas o en el centro de trabajo, el menor uso del transporte público, un turismo más controlado y una reducción de la circulación y de los desplazamientos sigan teniendo una importancia notable durante un tiempo considerable. Además, se están produciendo cambios significativos en nuestro estilo de vida y en la forma de invertir

el tiempo de trabajo y de ocio. Posiblemente, todo ello tendrá repercusiones duraderas sobre cómo se estructuren las economías y sus sistemas de producción.

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

### 3 Los estabilizadores fiscales automáticos en la zona del euro y la crisis del Covid-19

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier, Carolin Nerlich y Kamila Sławińska

#### Introducción

**Las autoridades de la zona del euro han adoptado medidas excepcionales para limitar las repercusiones económicas de la pandemia de coronavirus (Covid-19).** El BCE se comprometió a utilizar todo el potencial de los instrumentos de política monetaria disponibles dentro de su mandato. Asimismo, los Gobiernos de la zona del euro implementaron importantes paquetes fiscales, que incluían, en particular, medidas discrecionales de estímulo fiscal. A finales de mayo de 2020, estas medidas representaban, por sí solas, alrededor del 3,25 % del PIB a escala agregada de la zona del euro<sup>66</sup>. Además, los líderes europeos han acordado un importante plan de recuperación integrado en el presupuesto de la UE. Cuando se ejecute, dicho presupuesto casi se duplicará temporalmente y se situará en torno al 2 % del PIB<sup>67</sup>.

**Además de estas medidas discrecionales, los estabilizadores fiscales automáticos de los países de la zona del euro desempeñan un papel destacado para amortiguar la perturbación económica provocada por la pandemia.** Los estabilizadores fiscales automáticos son elementos —integrados en los ingresos y gastos públicos— que reducen las fluctuaciones de la actividad económica sin que sean necesarias actuaciones discrecionales de los Gobiernos. Junto con las medidas fiscales discrecionales, estos estabilizadores son especialmente importantes en una unión monetaria como la Unión Económica y Monetaria (UEM), en la que —además de la política monetaria común— se necesitan instrumentos para hacer frente a perturbaciones idiosincrásicas, específicas de cada país. En principio, los estabilizadores automáticos presentan la ventaja de suavizar el ciclo económico en el momento adecuado y de manera específica y temporal, y no adolecen de algunos de los inconvenientes de las medidas fiscales discrecionales, como los derivados de la necesidad de medir el ciclo económico o los retrasos en su aplicación.

**En este artículo se analizan los estabilizadores fiscales automáticos en la zona del euro y su capacidad de estabilización macroeconómica durante la crisis del Covid-19<sup>68</sup>.** Aunque el concepto está muy consolidado en macroeconomía, el

<sup>66</sup> Véase el recuadro titulado «[La crisis del Covid-19 y sus implicaciones para las políticas fiscales](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE 2020.

<sup>67</sup> Véanse las [conclusiones de la reunión extraordinaria del Consejo Europeo](#), Bruselas, 17-21 de julio de 2020.

<sup>68</sup> Este artículo también se basa en el trabajo desarrollado por los bancos centrales nacionales y el Banco Central Europeo (BCE) en el Grupo de Trabajo de Finanzas Públicas, un subcomité del Comité de Política Monetaria.

término «estabilizadores fiscales automáticos» no se utiliza de forma plenamente coherente en la literatura y puede hacer referencia a conceptos ligeramente diferentes, que se describen en la sección 2. Las estimaciones de los expertos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que se presentan en la sección 3, sugieren que la magnitud de los estabilizadores fiscales automáticos es, en general, considerable, pero que varía sustancialmente en los distintos países de la zona del euro. En el recuadro 1 se muestra que esta valoración queda confirmada, en términos generales, por otras estimaciones comparables. Aunque el tamaño y la eficacia de los estabilizadores fiscales automáticos están relacionados, deberían diferenciarse en términos de su impacto, para reducir las fluctuaciones de la actividad económica. Durante la crisis del Covid-19, diversos factores pueden haber limitado la eficacia de su contribución a la estabilización macroeconómica (sección 4). A este respecto, en el recuadro 2 se recoge una cuantificación basada en modelos de la eficacia de los estabilizadores automáticos a escala de la zona del euro, tanto en condiciones normales como en condiciones similares a las de la fase de confinamiento de la crisis del Covid-19. En general, la profundidad y la naturaleza de esta crisis son razones de peso para adoptar medidas fiscales adicionales, como las acordadas y aplicadas a escala nacional y europea. En este contexto, en el artículo se examinan propuestas de política económica para crear instrumentos fiscales cuasiautomáticos que podrían contribuir adicionalmente a la estabilización macroeconómica de forma oportuna, específica y temporal. También se reflexiona sobre consideraciones de eficiencia importantes a lo largo del ciclo y sobre la necesidad de constituir colchones fiscales en épocas de bonanza económica (sección 5). En la sección 6 se presentan las conclusiones generales.

## Conclusiones

### **En períodos normales, los estabilizadores fiscales automáticos desempeñan un papel importante en la estabilización macroeconómica de la zona del euro.**

Según las estimaciones de expertos del SEBC, la magnitud de los estabilizadores fiscales automáticos es, en general, considerable en la zona del euro, pero varía de forma sustancial en los distintos Estados miembros. Estos estabilizadores son particularmente significativos en algunos países de Europa Occidental, que cuentan con sistemas de transferencias más generosos y un sector público más grande. En épocas de normalidad, parecen suficientes para amortiguar entre el 10 % y el 30 % de una perturbación económica.

**La eficacia de los estabilizadores fiscales automáticos para amortiguar el impacto de la perturbación sobre la economía está siendo menos evidente en la crisis del Covid-19, en especial durante la fase de confinamiento.** Como consecuencia de la intensa desaceleración económica que ha experimentado la zona del euro y de que los tipos de interés de la política monetaria se encuentran cerca de su límite inferior efectivo, existen motivos para revisar el papel de la política fiscal. Los denominados «estabilizadores fiscales automáticos de segunda generación» podrían contribuir a responder con medidas más oportunas, más específicas y de mayor calado para preservar el crecimiento potencial y evitar efectos de histéresis. Durante la crisis del Covid-19, la mayoría de los países de la

zona del euro adoptaron medidas dirigidas a proteger el producto potencial manteniendo las estructuras económicas que se esperaba que siguieran siendo viables tras la crisis. Más concretamente, las autoridades de algunos países introdujeron programas de regulación temporal de empleo para que los trabajadores conservaran sus puestos de trabajo y proporcionaron apoyo en forma de liquidez a las empresas para evitar su cierre.

**De cara al futuro, existen razones de peso para que los estabilizadores fiscales automáticos de segunda generación eficientes adquieran un mayor protagonismo.** La institucionalización de los estabilizadores fiscales automáticos asimétricos —como los programas de regulación temporal de empleo reglamentados— podría proporcionar más estabilidad macroeconómica sin sobrecargar el sector público. No obstante, estos instrumentos tendrían que estar bien diseñados, con el fin de garantizar que existan estructuras de incentivos. Además, para mitigar el riesgo para la sostenibilidad, es importante que todos los países de la zona del euro constituyan colchones fiscales en épocas de bonanza.

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