

Artículos

1 El impacto del Covid-19 en el producto potencial de la zona del euro

Katalin Bodnár, Julien Le Roux, Paloma López-García y Bela Szörfi

Introducción

El producto potencial suele definirse como el mayor nivel de actividad económica que puede sostenerse con la tecnología y los factores de producción disponibles sin elevar la inflación por encima de su objetivo. Los intentos de superar este nivel de producción llevarán a un aumento de la utilización de los factores (y a una brecha de producción positiva, definida como la diferencia entre el producto real y el potencial), presionando así al alza los costes de los factores y, en última instancia, la inflación de los precios de consumo. En cambio, si el producto real es menor que el potencial, hay capacidad productiva sin utilizar en la economía (la brecha de producción pasa a ser negativa), lo que presiona a la baja los costes de los factores y la tasa de variación de los precios de consumo. Como el producto potencial no puede observarse directamente, ha de inferirse de los datos disponibles mediante el uso de métodos estadísticos y econométricos. Existen diversos métodos para estimar y proyectar el producto potencial, y todos están sujetos a un grado considerable de incertidumbre³⁷.

La grave perturbación macroeconómica causada por la pandemia de coronavirus (Covid-19) ha afectado tanto a la oferta como a la demanda. El producto potencial refleja normalmente las condiciones de oferta de la economía, tales como las variaciones de los principales factores de producción —capital y trabajo—, y su productividad. Al mismo tiempo, las fluctuaciones en torno al producto potencial están relacionadas con factores de demanda³⁸. Las medidas impuestas por los Gobiernos para contener la propagación del virus tras la perturbación ocasionada por el Covid-19 son un ejemplo singular de restricciones de oferta severas y transitorias, lo que lleva a plantearse la cuestión de en qué grado se ha visto afectado el producto potencial.

En este artículo se analiza el impacto de la pandemia de Covid-19 en el producto potencial de la zona del euro. Se presentan algunas cuestiones conceptuales y se explican los canales a través de los que la pandemia y las

³⁷ Véase el artículo titulado «[Potential output in the post-crisis period](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2018.

³⁸ Las estimaciones del producto potencial suelen ser procíclicas y reflejan la evolución de las condiciones de demanda. Por un lado, esta prociclicidad podría ser, en parte, un artefacto estadístico resultante de dificultades metodológicas, como el conocido problema del final de la muestra de los procedimientos de filtrado. Por otro, podría reflejar también fluctuaciones del ciclo económico, por ejemplo, en las inversiones en capital físico, o en la investigación y el desarrollo y la innovación, lo que daría lugar a estimaciones procíclicas del *stock* de capital y del crecimiento tendencial de la productividad total de los factores.

medidas para contenerla han afectado y es probable que sigan afectando al producto potencial. Asimismo, se considera la naturaleza de la perturbación y se describen los canales a través de los que la pandemia y las medidas de contención asociadas podrían alterar la contribución del trabajo, del capital y de la productividad total de los factores al producto potencial de la zona del euro. Por último, se presentan un conjunto de estimaciones cuantitativas del impacto de la pandemia, que son mayormente preliminares, dado que, entre la irrupción de la pandemia y el momento de redactar el artículo, solo se han publicado datos macroeconómicos correspondientes a dos trimestres y que la duración de la pandemia es muy incierta (al igual que otros factores, como durante cuánto tiempo y en qué grado se seguirán aplicando medidas de contención, cuándo se dispondrá de una vacuna o una solución farmacéutica y cuáles serán las implicaciones a largo plazo para la salud pública). En este contexto, las estimaciones cuantitativas deberían servir para calibrar los mecanismos que intervienen, mientras cabe esperar que se realicen revisiones *ex post* cuando la magnitud de la crisis sea más evidente.

Conclusiones

La pandemia de Covid-19 y las medidas de contención asociadas están afectando a los sectores y a los países de la zona del euro en un grado que probablemente influya en el producto potencial. Con todo, la magnitud de este impacto a corto y a largo plazo es muy incierto. A corto plazo, la amplitud de la fluctuación depende significativamente de cómo se considere que las medidas de contención afectan al producto potencial. A largo plazo, está condicionada, entre otros factores, por la duración de la pandemia y por el grado en el que las medidas de política puedan proteger a la economía de efectos permanentes excesivos.

La crisis actual provocará probablemente algunos cambios estructurales en la economía de la zona del euro, y las políticas económicas desempeñarán un papel fundamental para facilitar estos cambios. Concretamente, ejercen una influencia importante a la hora de proteger de los efectos de histéresis a las empresas y a los trabajadores de sectores en recesión. Hasta la fecha, los análisis del Banco Central Europeo (BCE) muestran que la rápida implementación de programas de regulación temporal de empleo en los distintos países europeos ha mitigado las posibles pérdidas permanentes de empleo como consecuencia de los confinamientos³⁹. Los préstamos con aval público también han sido esenciales para facilitar el acceso de las empresas a la liquidez con el fin de cubrir los déficits de capital circulante. Este tipo de medidas son cruciales para proteger la economía de la zona del euro de secuelas a largo plazo.

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

³⁹ Véase también el recuadro titulado «[Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

La integración financiera europea durante la crisis del Covid-19

Stefano Borgioli, Carl-Wolfram Horn, Urszula Kochanska, Philippe Molitor y Francesco Paolo Mongelli

En este artículo se presenta una visión general del episodio de fragmentación financiera durante la crisis del coronavirus (Covid-19) y las políticas adoptadas para contrarrestar sus efectos. Para ello se utiliza un conjunto de indicadores de alta frecuencia con el fin de realizar un seguimiento de la evolución de la integración financiera. A continuación, los valores de estos indicadores se vinculan a los acontecimientos económicos y políticos que se han ido produciendo y a las principales respuestas de política monetaria, fiscal y de estabilidad financiera aplicadas a escala nacional y europea. Después de experimentar una fragmentación considerable inicialmente, la integración financiera de la zona del euro se recuperó, en general, hasta alcanzar los niveles anteriores a la crisis a mediados de septiembre, aunque no en todos los indicadores. Sin embargo, esta recuperación sigue siendo frágil y está condicionada por el mantenimiento de medidas de apoyo en el ámbito fiscal, monetario y prudencial de una magnitud sin precedentes.

Introducción

El coronavirus (Covid-19) ha generado un tipo de perturbación sin precedentes que ha provocado una intensa contracción económica. En enero de 2020, el coronavirus empezó a propagarse por todo el mundo, también en gran parte de Europa. El 30 de enero, la Organización Mundial de la Salud declaró que el Covid-19 era una emergencia de salud pública de importancia internacional, y el 11 de marzo elevó esta amenaza al nivel de pandemia. Cuando se constató que sería necesario adoptar un amplio conjunto de medidas de contención para controlar la propagación del virus, como confinamientos, la actividad económica de la zona del euro inició un retroceso a una rapidez y de una magnitud inéditos.

La pandemia de coronavirus es una emergencia colectiva de salud pública, pero ha afectado de forma diferente a las economías de la zona del euro. La pandemia generó perturbaciones tanto de oferta como de demanda. La oferta se vio restringida por los cierres de negocios y por la permanencia de los trabajadores en sus domicilios. A continuación, la demanda de bienes intermedios y finales se desplomó como consecuencia de la interrupción de la actividad del comercio minorista y las disrupciones en las cadenas de suministro⁴⁰. Aunque la causa de

⁴⁰ Se ha demostrado que una perturbación de oferta con un impacto asimétrico por sectores puede provocar una contracción más intensa de la demanda que la perturbación inicial si la interrelación entre los sectores es lo suficientemente estrecha. Véase V. Guerrieri, G. Lorenzoni, L. Straub e I. Werning, «[Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?](#)», *NBER Working Paper*, abril de 2020. En el caso de Estados Unidos, en la crisis del Covid-19 influyeron perturbaciones tanto de oferta como de demanda. Véase P. Brinca, J. B. Duarte y M. Faria-e-Castro, «[Measuring Labor Supply and Demand Shocks during COVID-19](#)», *Working Paper*, n.º 2020-011D, Banco de la Reserva Federal de St. Louis, mayo de 2020.

estas perturbaciones ha sido común a todos los países, la magnitud de las repercusiones económicas ha variado sustancialmente de un país a otro, debido, entre otras diferencias, a las condiciones macroeconómicas y financieras iniciales, a la severidad de las medidas de salud pública adoptadas y a la intensidad de las medidas fiscales nacionales implementadas para apoyar a la economía, como moratorias en el pago de impuestos, avales para préstamos, suspensión de las cotizaciones sociales, garantías a las exportaciones, provisión de liquidez y programas de regulación temporal de empleo.

La crisis del coronavirus sometió a la economía real y a los mercados financieros a tensiones extraordinarias que inicialmente desembocaron en una acusada fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro.

Pocos días después de que se comunicara el primer caso de coronavirus en Europa, el 24 de enero de 2020⁴¹, el indicador sintético de tensión sistémica (CISS, por sus siglas en inglés) comenzó a ascender hacia niveles próximos a los registrados por última vez durante la crisis financiera global de 2008 y la crisis de deuda soberana de la zona del euro de 2011-2012 (véase la línea de color amarillo del gráfico 1). Transcurridas unas semanas de la comunicación de los primeros casos, el indicador sintético de integración financiera basado en precios⁴² descendió hacia cotas similares a las observadas en los meses posteriores a la introducción del euro (véase la línea de color azul del gráfico 1). La caída de este indicador entre febrero y abril de 2020 fue comparable a las que experimentó al principio de la crisis financiera global de 2008 y durante la crisis de deuda soberana, y la que se produjo en marzo de 2020 representó el cuarto mayor retroceso intermensual de este indicador desde la adopción del euro. En los países de la zona del euro se despertaron temores de fragmentación⁴³. Se volvió a establecer una correlación positiva entre tensión sistémica y fragmentación en los mercados financieros de la zona, una característica de crisis anteriores. No obstante, un rasgo destacable de la crisis del Covid-19, documentado en la sección 2, ha sido el veloz repunte de la integración financiera gracias a las rápidas respuestas de política económica y a la capacidad de resistencia generada por los mecanismos de respaldo financiero y por las reformas acometidas en los diez últimos años.

⁴¹ Véase [COVID-19 timeline](#), Centro Europeo para la Prevención y el Control de las Enfermedades (ECDC, por sus siglas en inglés).

⁴² Véase P. Hoffmann, M. Kremer y S. Zaharia, «[Financial integration in Europe through the lens of composite indicators](#)», *Working Paper Series*, n.º 2319, BCE, Frankfurt am Main, septiembre de 2019.

⁴³ Véanse, por ejemplo, M. Butí, «[A tale of two crises: Lessons from the financial crisis to prevent the Great Fragmentation](#)», *VoxEU*, julio de 2020, y L. de Guindos, «[Financial stability and the pandemic crisis](#)», *Frankfurt Finance Summit*, junio de 2020.

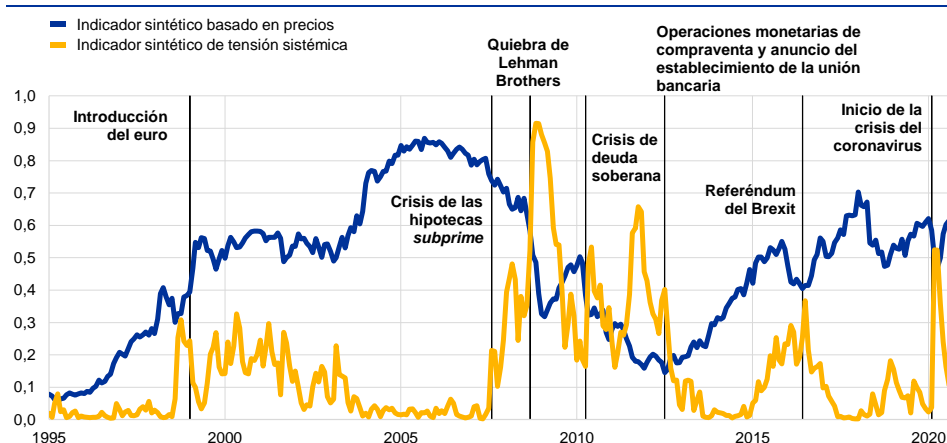
Gráfico 1

Integración financiera y riesgo sistémico en la zona del euro

a) Evolución histórica de la integración financiera basada en precios y del riesgo sistémico entre enero de 1995 y agosto de 2020

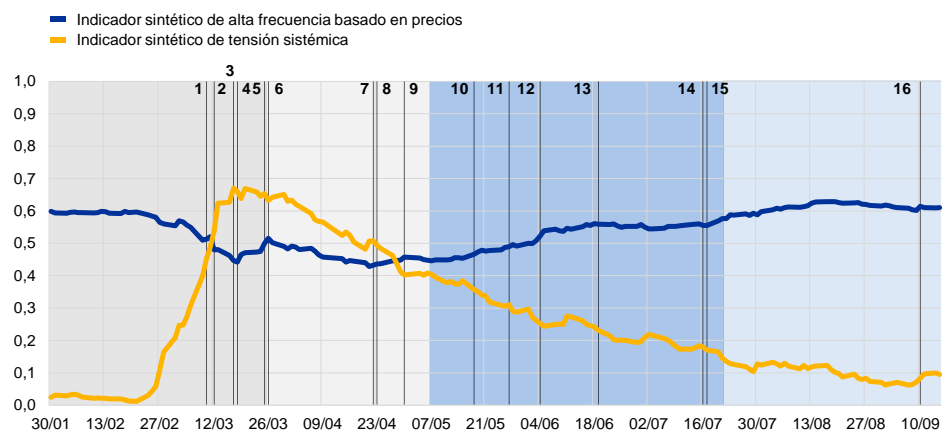
(datos mensuales)

Integración



b) Evolución de la integración financiera basada en precios y del riesgo sistémico durante la crisis del Covid-19 entre el 20 de enero y el 15 de septiembre de 2020

(datos diarios)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El indicador sintético de integración financiera basado en precios del panel a fue desarrollado por P. Hoffmann *et al.*, *op. cit.*, y se ha modificado para ofrecer los datos diarios que se muestran en el panel b (véase recuadro 1). Para información detallada sobre la metodología general en la que se basa el CISS, véase D. Holló, M. Kremer y M. Lo Duca, «CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system», *Working Paper Series*, n.º 1426, BCE, Frankfurt am Main, marzo de 2012. Ambos indicadores se han ajustado para reflejar una variación entre 0 y 1. Las zonas sombreadas del panel b señalan las cuatro fases de la crisis definidas en el cuadro 1.

Los acontecimientos que se muestran como líneas numeradas del panel b de este gráfico son los siguientes:

1. Primera reunión del Consejo Europeo sobre la respuesta europea (10 de marzo).
2. Reunión del Consejo de Gobierno del BCE (12 de marzo).
3. Segunda reunión del Consejo Europeo sobre la respuesta europea (17 de marzo).
4. Anuncio del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) por parte del BCE (18 de marzo).
5. Publicación de la documentación legal del PEPP (25 de marzo).
6. Tercera reunión del Consejo Europeo sobre la respuesta europea (26 de marzo).
7. Preservación por parte del BCE de las calificaciones crediticias de los activos de garantía (22 de abril).
8. Cuarta reunión del Consejo Europeo sobre la respuesta europea, con la aprobación del amplio conjunto de medidas de respuesta adoptado por el Eurogrupo y de los planes para la creación de un fondo de recuperación (23 de abril).

-
9. Reunión del Consejo de Gobierno del BCE (30 de abril).
 10. Propuesta franco-alemana para la creación de un fondo de recuperación europeo de 500 mm de euros (18 de mayo).
 11. Propuesta de la Comisión Europea sobre el instrumento de recuperación *Next Generation EU* con una dotación de 750 mm de euros (27 de mayo).
 12. Ampliación del PEPP por parte del BCE (4 de junio).
 13. Quinta reunión del Consejo Europeo sobre la respuesta europea (19 de junio).
 14. Reunión del Consejo de Gobierno del BCE (16 de julio).
 15. Inicio de la reunión extraordinaria del Consejo Europeo (17-21 de julio).
 16. Reunión del Consejo de Gobierno del BCE (10 de septiembre).

La rápida propagación de la crisis del Covid-19 suscitó la necesidad de realizar un seguimiento muy frecuente de la evolución de la fragmentación financiera en distintos segmentos del mercado. Desde la introducción del euro, el BCE ha vigilado el estado de la integración financiera en la zona del euro⁴⁴ porque unos mercados financieros fragmentados impiden la transmisión fluida y uniforme de la política monetaria en los distintos países de la zona. Para hacer un seguimiento más frecuente de la integración financiera de la zona del euro durante la crisis del Covid-19, se elaboró un conjunto de indicadores de alta frecuencia a partir de la serie de indicadores presentados en un informe del BCE sobre la integración y la estructura financieras de la zona del euro y en su anexo estadístico⁴⁵. En el recuadro 1 se describen los aspectos técnicos de su elaboración. Estos indicadores de alta frecuencia de la integración financiera son una herramienta útil para vigilar el grado de fragmentación financiera, y también pueden utilizarse para ilustrar los efectos de las medidas adoptadas en respuesta a la contracción económica.

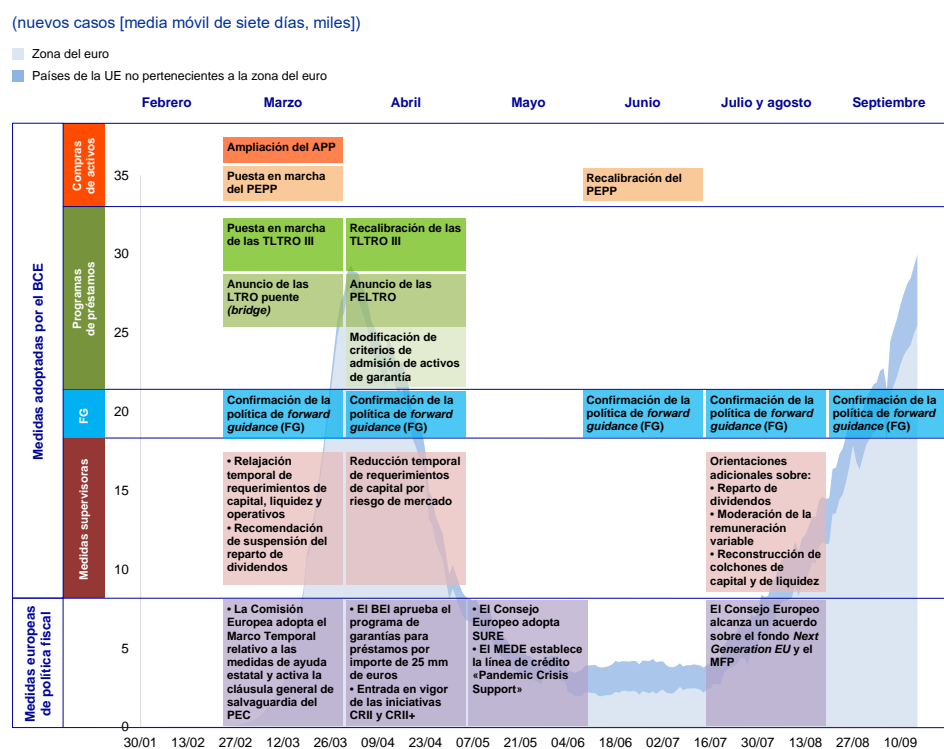
Las medidas de respuesta ante la crisis aplicadas en la zona del euro fueron decisivas a escala tanto nacional como supranacional. Las medidas contribuyeron a una rápida reversión de la fragmentación financiera, que, para mediados de septiembre de 2020, había retornado a niveles próximos a los de antes de la crisis. La pronta adopción de medidas de política monetaria y supervisoras por parte del BCE proporcionó una primera línea de defensa para amortiguar la perturbación desinflacionista y contrarrestar los efectos adversos de la fragmentación financiera sobre la eficacia de la política monetaria (en la parte superior del gráfico 2 se presenta una síntesis de las medidas). Estas respuestas se han articulado mediante adquisiciones adicionales de activos a través 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), programas de préstamos bancarios en condiciones muy ventajosas (operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico), medidas de supervisión y programas coordinados de provisión de liquidez. Las autoridades fiscales nacionales también reaccionaron de forma inmediata en toda la zona del euro, incluso en países con restricciones presupuestarias, aunque el volumen de los paquetes fiscales adoptados fue heterogéneo. Además, reconociendo la importancia de dar una respuesta centralizada a la crisis, a lo largo de esta las autoridades europeas han

⁴⁴ El BCE considera que, para un conjunto determinado de instrumentos o servicios financieros, el mercado está plenamente integrado cuando todos los posibles participantes comparten las siguientes características importantes: 1) deben cumplir un conjunto único de normas a la hora de efectuar operaciones con esos instrumentos o servicios financieros; 2) gozan del mismo acceso a los instrumentos o servicios mencionados anteriormente, y 3) reciben el mismo trato cuando operan en el mercado. Para más información, véase L. Baele *et al.*, «[Measuring financial integration in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 14, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2004.

⁴⁵ Véanse «[Financial integration and structure in the euro area](#)», BCE, Frankfurt am Main, marzo de 2020, y el anexo estadístico ([Statistical annex](#)) que lo acompaña.

introducido diversas medidas de apoyo a escala paneuropea, como las tres redes de seguridad —el programa temporal SURE (Instrumento de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia), un mecanismo de avales para préstamos del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y una nueva línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)—, el fondo *Next Generation EU* y el refuerzo del Marco Financiero Plurianual (MFP) 2021-2027 (en el gráfico 2 se muestra una síntesis de las actuaciones monetarias, fiscales y supervisoras europeas). En el gráfico no se incluyen las medidas fiscales nacionales, desplegadas con gran rapidez. Estas políticas, junto con la mayor capacidad de resistencia de la integración financiera conseguida a través de las reformas institucionales acometidas en los diez últimos años, han ayudado a revertir gran parte de la intensa fragmentación inicial de los mercados financieros. La integración financiera ha retornado, en general, a los niveles previos a la crisis desde mediados de septiembre. Sin embargo, este retorno aparente a la situación anterior al brote de Covid-19 es frágil y depende sustancialmente del apoyo sostenido de las políticas.

Gráfico 2
Síntesis de las medidas europeas de política monetaria y fiscal



Fuentes: BCE, Johns Hopkins a través de Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico no se mencionan varias líneas *swap* y *repo* establecidas por el BCE en colaboración con otros bancos centrales de países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro. En el sitio web del BCE puede consultarse información sobre las líneas *swap* y *repo* de los bancos centrales.

El indicador sintético de integración financiera basado en precios y sus componentes sugieren que, en términos generales, la crisis del coronavirus se ha desarrollado en cuatro fases. En la sección 2 se describe la evolución de la integración financiera en cada una de estas cuatro fases (véanse gráfico 1 y recuadro 1). La fase 1, del 30 de enero al 25 de marzo de 2020, corresponde al

período transcurrido entre la irrupción de la crisis y el anuncio del PEPP. En la fase 2, del 26 de marzo al 7 de mayo, el daño económico fue en aumento y se generó cierta incertidumbre inicial en torno a la adopción de una respuesta fiscal paneuropea. La fase 3, del 8 de mayo al 21 de julio, abarcó la relajación gradual de los confinamientos y los progresos hacia una respuesta fiscal europea común, y la decisión sobre el fondo *Next Generation EU*. La fase 4, del 22 de julio al 15 de septiembre (fecha de cierre para este análisis), fue un período centrado fundamentalmente en mantener el grado de reintegración alcanzado a través de las respuestas de política monetaria y fiscal europeas instrumentadas durante las fases anteriores. En la sección 3 se presentan las conclusiones del artículo, con un tono de cautela sobre las perspectivas. Por motivos de espacio, no se abordan el entorno internacional ni la normalización de la volatilidad de los mercados a raíz de las decisiones de otros bancos centrales.

Conviene mencionar que los análisis presentados en este artículo tienen varias limitaciones. En primer lugar, habida cuenta de la necesidad de disponer de datos de alta frecuencia, se centra únicamente en los indicadores de integración financiera basados en precios, que captan las discrepancias en los precios de los activos de distintos países y sectores, frente a los indicadores cuantitativos, que se basan en las tenencias transfronterizas de diferentes clases de activos y cuya frecuencia de observación suele ser menor. En segundo lugar, muchos de los indicadores empleados no controlan por variables fundamentales, como el riesgo asociado a empresas o países. Del mismo modo, los mercados financieros, en particular en situaciones de crisis, podrían actuar guiados por expectativas futuras y reaccionar de manera excesivamente desproporcionada ante noticias que señalen cambios en las variables fundamentales: estos cambios en las actitudes generales frente al riesgo en los mercados tampoco se consideran en el artículo. En tercer lugar, el análisis de las relaciones causales, o contrafactuales, queda fuera del ámbito del artículo. Por tanto, solo proporciona una perspectiva parcial de los acontecimientos que se han producido durante la crisis del coronavirus; una valoración más completa del estado de la integración financiera y de la evolución estructural del sistema financiero de la zona del euro requeriría un estudio adicional. Pese a estas limitaciones, el análisis de los indicadores de alta frecuencia realizado en este artículo ofrece información útil sobre la evolución de la integración financiera durante este período.

Conclusiones

En este artículo se ha presentado un conjunto de indicadores de alta frecuencia para realizar un seguimiento de la evolución de la integración financiera durante la crisis del Covid-19. El artículo se centra en un indicador sintético de integración financiera basado en precios y en sus componentes relativos a los mercados monetarios, de renta fija, de renta variable y bancarios. Una aportación original del artículo es su transformación —con la ayuda de técnicas de *big data*— para obtener observaciones de mayor frecuencia. El conjunto de herramientas de seguimiento de alta frecuencia descrito aquí se basa en un análisis efectuado en el BCE y en el Eurosistema, e incluye nuevos indicadores de alta

frecuencia para el mercado monetario, así como varios indicadores de seguimiento de los mercados de deuda soberana y de renta fija privada. Estas herramientas son flexibles y pueden ampliarse con el tiempo.

Los datos obtenidos a partir de estos indicadores de alta frecuencia se pueden utilizar para realizar un seguimiento del desarrollo de la crisis del Covid-19 y para interpretar los efectos de las respuestas de política monetaria, fiscal y financiera desde la perspectiva de la integración financiera de la zona del euro. Estos indicadores sugieren que fue en las fases iniciales de la crisis del Covid-19 cuando la capacidad de resistencia de la integración financiera en la zona del euro se vio más comprometida. El comienzo de la crisis tuvo un impacto particularmente intenso en términos de fragmentación, sobre todo antes del anuncio del PEPP. Después se apreciaron signos persistentes de reintegración financiera en paralelo a los avances en la adopción de una respuesta fiscal europea conjunta, lo que pone de manifiesto los potentes efectos de la coordinación de las políticas monetaria y fiscal para afrontar crisis económicas.

Si el indicador sintético de integración financiera basado en precios se compara con los indicadores de segmentos específicos del mercado, se obtiene una imagen matizada. El indicador sintético registró un mínimo a mediados de abril de 2020, pero a mediados de agosto superaba los niveles observados antes de la crisis del coronavirus. Sin embargo, esta reintegración no se observa en todos los segmentos del mercado ni beneficia por igual a todos los países de la zona del euro. Los mercados monetarios han contribuido de forma significativa al repunte del indicador de integración financiera basado en precios, hasta que se situó en niveles de principios de 2020. En los mercados de deuda soberana y de renta fija privada, la tendencia a la reintegración no se estabilizó hasta agosto de 2020, y la integración solo retornó a niveles previos a la crisis hacia el final del período analizado. La integración de los mercados de renta variable muestra trayectorias heterogéneas en los distintos países y se ha recuperado ligeramente con respecto a comienzos de julio de 2020, pero se mantiene en torno a las cotas de antes de la crisis.

En estos momentos, la reintegración de los mercados financieros de la zona del euro sigue siendo frágil y desigual, y el retorno gradual a la situación previa al brote de Covid-19 depende del estímulo monetario y fiscal vigente, de una magnitud sin precedentes. Aunque muchos indicadores de integración financiera muestran una mejora a lo largo de la tercera y la cuarta fase de la crisis, esta tendencia a la reintegración está sujeta al riesgo de que se produzcan nuevas olas de contagios y se apliquen nuevas medidas de confinamiento.

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

3 Nuevas estadísticas de fondos de pensiones

Jordi Gutiérrez Curos, Jürgen Herr, Rafael Quevedo, Mirna Valadzija y Me-Lie Yeh

Introducción y relevancia de los fondos de pensiones

Los fondos de pensiones desempeñan un papel importante en la economía de la zona del euro. Estos fondos proporcionan a los hogares una oportunidad de ahorro para la jubilación y, al mismo tiempo, contribuyen a la asignación eficiente del capital a largo plazo. Los activos relacionados con pensiones suelen ser uno de los principales activos de los hogares (representan alrededor del 20 % de su riqueza financiera neta), sobre todo en países en los que predominan las pensiones vinculadas al empleo.

Las nuevas estadísticas de fondos de pensiones⁴⁶ agrupan datos sobre los distintos sistemas de pensiones de los países de la zona del euro en un conjunto armonizado de estadísticas. Estas estadísticas representan una importante mejora de la información disponible, esencial para realizar un seguimiento de la evolución de los fondos de pensiones desde la perspectiva de la política monetaria, la estabilidad financiera y las estructuras financieras. Los sistemas de pensiones administrados por las Administraciones Públicas (por ejemplo, los sistemas de seguridad social⁴⁷) y los planes de pensiones que ofrecen las empresas de seguros quedan excluidos del ámbito del Reglamento. Los primeros datos enviados por los bancos centrales nacionales al BCE de conformidad con el reglamento fueron los referidos al tercer trimestre de 2019 para los datos trimestrales de activos y pasivos, y diciembre de 2019 para los datos anuales de número de miembros de los sistemas de pensiones. El primer conjunto de datos de los fondos de pensiones se publicó el 31 de julio de 2020 en la plataforma Statistical Data Warehouse (SDW)⁴⁸ del BCE.

En las dos últimas décadas, los fondos de pensiones han registrado un crecimiento considerable en la zona del euro, tanto en términos de sus activos financieros como en porcentaje del PIB. Los activos de los fondos de pensiones de la zona prácticamente se han multiplicado por dos desde 2008 y, en la actualidad, los activos totales ascienden a unos 3 billones de euros, mientras que en

⁴⁶ Fondos de pensiones autónomos, según la definición del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC 2010). Los fondos de pensiones están integrados solo por los que son unidades institucionales diferenciadas de las unidades que los hayan constituido; por consiguiente, no se incluyen los fondos de pensiones no autónomos establecidos, por ejemplo, por entidades de crédito o por sociedades no financieras. Los planes de pensiones individuales que ofrecen las empresas de seguros u otras entidades también quedan excluidos del ámbito del Reglamento, al igual que los sistemas de seguridad social.

⁴⁷ Véase el artículo titulado «[Social spending, a euro area cross-country comparison](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2019.

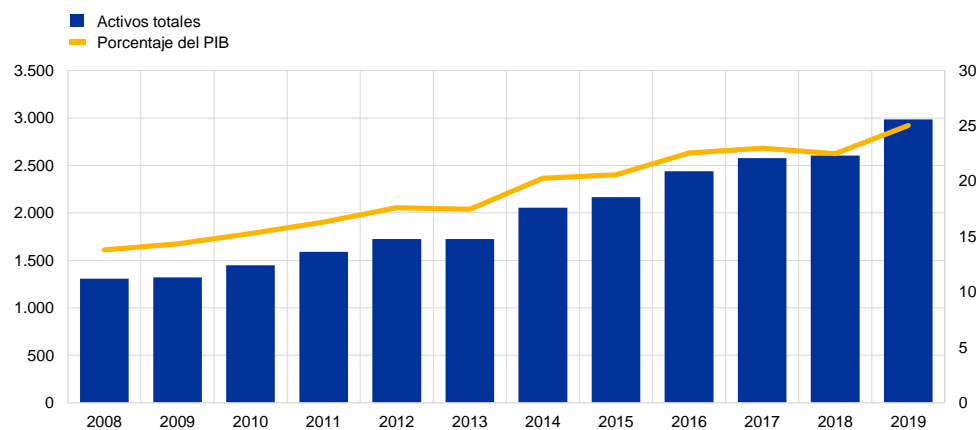
⁴⁸ Las estadísticas de fondos de pensiones pueden consultarse en el [Statistical Data Warehouse \(SDW\)](#) del sitio web del BCE.

porcentaje del PIB de la zona del euro casi se han duplicado, pasando del 13 % en 2008 al 25 % en 2019 (véase gráfico 1). En comparación, en Estados Unidos el valor de los activos de los fondos de pensiones privados equivalía a aproximadamente el 140 % del PIB en 2018, según datos de la OCDE⁴⁹.

Gráfico 1

Activos totales de los fondos de pensiones de la zona del euro

(escala izquierda: activos totales, mm de euros; escala derecha: porcentaje del PIB de la zona del euro)



Fuente: Cálculos del BCE.

Desde la crisis financiera, los fondos de pensiones⁵⁰ han tenido un crecimiento dinámico dentro del sector financiero de la zona del euro. El gráfico 2 muestra la velocidad a la que crecieron estos fondos como sector financiero en el período transcurrido entre la crisis financiera de 2008 y el primer trimestre de 2020, cuando los fondos de pensiones de la zona del euro contaban con unos 75 millones de partícipes.

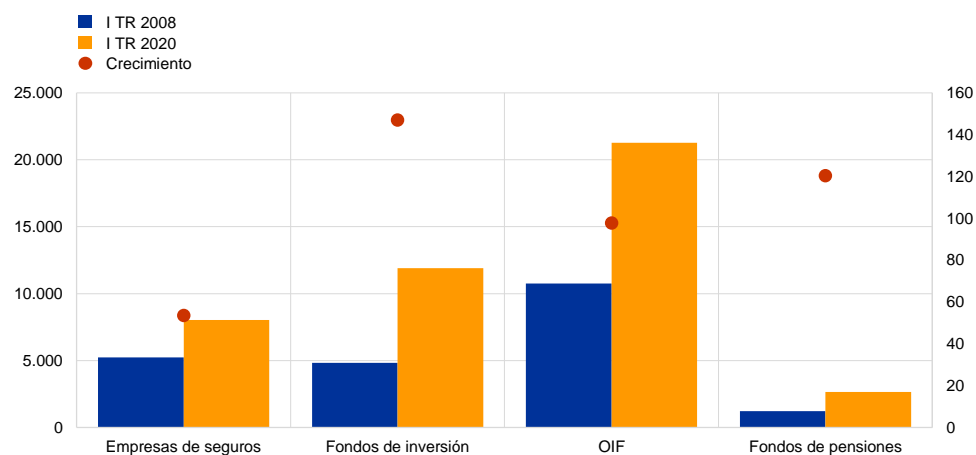
⁴⁹ Esto refleja el mayor peso de las pensiones privadas en el total de pensiones en Estados Unidos y el hecho de que las pensiones públicas de la seguridad social desempeñan un papel más importante en casi todos los países de la zona del euro. Véanse «[Pension Markets in Focus](#)», OCDE, 2019, y «[OECD Pensions Outlook](#)», OCDE, 2018.

⁵⁰ Incluidas las pensiones del «segundo pilar» y (en parte) del «tercer pilar» (véase también la sección 2).

Gráfico 2

Activos totales y crecimiento de una selección de sectores de instituciones financieras distintas de IFM

(escala izquierda: activos totales, logaritmo de mm de euros; escala derecha: crecimiento porcentual entre I TR 2008 y I TR 2020)



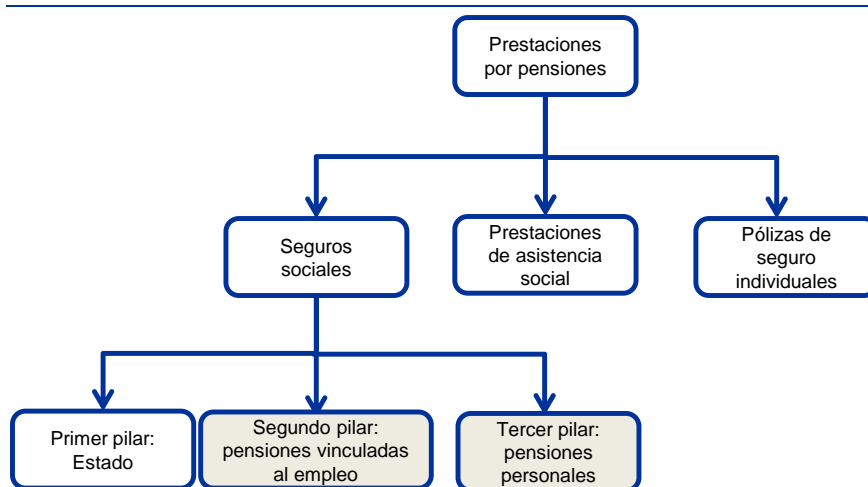
Fuente: Cálculos del BCE.
Nota: OIF se refiere a otras instituciones financieras.

En la zona del euro, los fondos de pensiones son muy diversos en lo que respecta a su estructura jurídica y regulatoria, lo que corresponde al distinto papel que desempeñan los sistemas de protección social en los diferentes países. En función de las características del cotizante, los sistemas de pensiones suelen clasificarse en tres pilares (Banco Mundial, 2008)⁵¹ (véase figura 1). Las pensiones del primer pilar están administradas por el Estado y las del segundo pilar están constituidas por los planes de pensiones vinculados al empleo, asociados en su mayoría a un empleador concreto, a un grupo de empleadores, a un sector económico o a una agrupación social. Las pensiones del tercer pilar son productos personales de pensiones o ahorros.

⁵¹ El marco conceptual del Banco Mundial para las pensiones, *World Bank Pension Reform Primer Series*, Washington DC, 2008.

Figura 1

Pilares de los sistemas de pensiones



Fuentes: Banco Mundial y Eurostat.

Notas: Los seguros sociales y la asistencia social se definen en la guía sobre datos de pensiones⁵² de Eurostat. El Reglamento del BCE cubre los sistemas de pensiones que se muestran en las áreas sombreadas de la figura, en concreto los sistemas de seguros sociales del segundo y el tercer pilar.

Con frecuencia, los países de la zona del euro ofrecen planes de pensiones del primer pilar basados en un sistema de reparto (PAYG⁵³, por sus siglas en inglés). Estas prestaciones por pensiones presentan diferencias considerables en cuanto a su nivel y características, que abarcan desde la «protección contra la pobreza» en algunos Estados miembros hasta pensiones con una tasa de reemplazo de hasta el 80 % del salario final en otros⁵⁴.

La función, la cuantía y las características de las pensiones privadas también presentan muchas diferencias entre los países de la zona del euro. Cabe observar que hay algunos Estados miembros en los que, aunque el nivel de pensiones del primer pilar es muy reducido, el ahorro destinado a planes de pensiones privados es significativo (en especial, en el ámbito de las pensiones vinculadas al empleo) y el valor de sus activos en relación con el PIB del Estado miembro en cuestión⁵⁵ es elevado. En los Países Bajos, los fondos de pensiones vinculados al empleo constituyen alrededor de dos terceras partes de todos los fondos de este tipo en la zona del euro. Estos planes de pensiones suelen ser negociados por los

⁵² Véase Eurostat, «[Technical compilation guide for pension data in national accounts – 2020 edition](#)»: Los sistemas de seguros sociales son aquellos en los que los participantes se ven obligados a inscribirse o son alentados a hacerlo, por un tercero, con el fin de asegurarse contra determinados riesgos sociales o circunstancias que pueden perjudicar su bienestar o el de las personas a su cargo. [...] A diferencia de las prestaciones de los seguros sociales, las prestaciones de asistencia social se pagan sin haber satisfecho cotizaciones destinadas al efecto a un sistema de seguros sociales.

⁵³ Los sistemas de reparto implican que las pensiones que se abonan a los actuales pensionistas se financian con las cotizaciones actuales de los trabajadores activos. Por lo tanto, hay una relación fundamental entre el número de trabajadores y el número de pensionistas en el sistema.

⁵⁴ Véase, por ejemplo, Comisión Europea, «[Pension adequacy report 2018 – Current and future income adequacy in old age in the EU](#)», abril de 2018.

⁵⁵ En los Países Bajos, por ejemplo, alrededor de la mitad del total de las rentas percibidas en forma de pensiones procede de las del segundo y el tercer pilar (el primer pilar actúa de red de protección para la prevención de la pobreza). Esta es la principal causa de la elevada ratio de activos de pensiones en relación con el PIB (que supera el 200 %).

empleadores y los interlocutores sociales, y a menudo están sujetos a la legislación social y laboral nacional, lo que influye en las estructuras de gobierno de los fondos de pensiones.

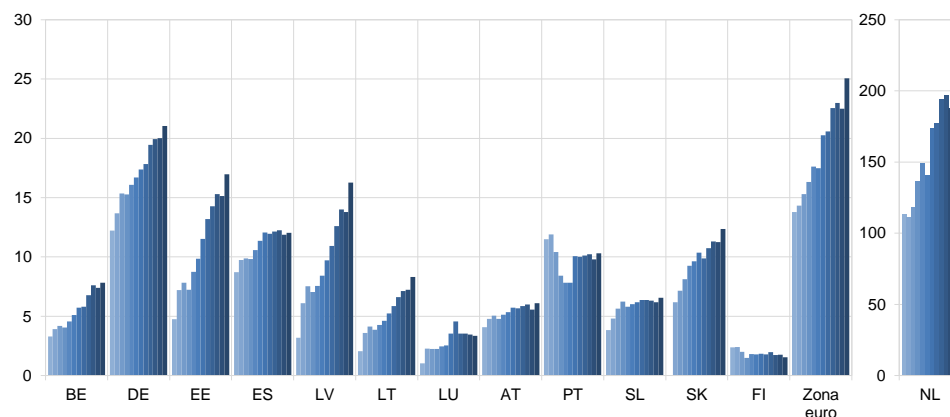
El sector de fondos de pensiones de la zona del euro está muy concentrado en unos pocos países. Dentro de la zona, los Países Bajos destacan por su excepcional importancia, seguidos de Alemania. Otra característica del sector de fondos de pensiones de la zona es la disparidad en el número de fondos que presentan información, ya que en algunos países hay una amplia población informadora integrada por fondos de pensiones de pequeño tamaño (como Irlanda y Chipre⁵⁶), mientras que en otros solo existe un número reducido de fondos de pensiones.

Los activos de los fondos de pensiones han aumentado en la mayoría de los países de la zona del euro desde 2008. Aunque, en términos del porcentaje del PIB de cada país, este crecimiento ha sido diferente en los distintos países, en la mayoría se ha observado una tendencia continuada al alza a pesar de la crisis financiera (véase gráfico 3).

Gráfico 3

Activos totales en porcentaje del PIB por países

(datos anuales, 2008-2019; la escala derecha se refiere a los Países Bajos)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: No se incluyen GR, IE, IT y CY por falta de datos, ni FR y MT porque carecían de un sector de fondos de pensiones acorde con la definición del SEC 2010 en el período al que se refiere el gráfico.

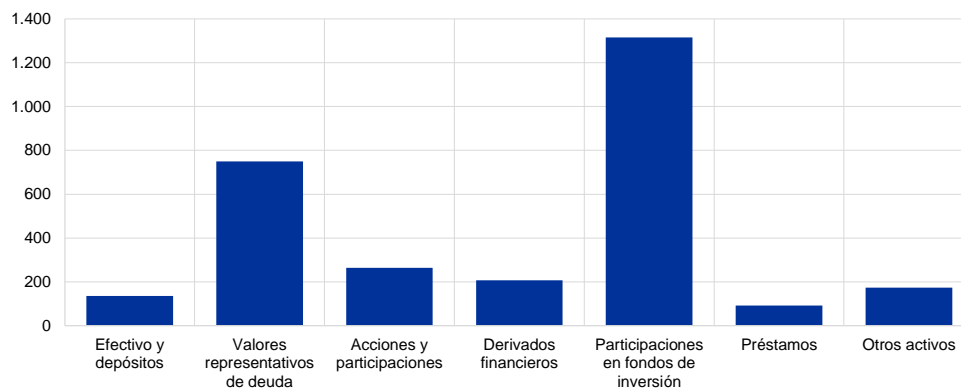
El tipo de activos en el que más invierten los fondos de pensiones de la zona del euro son participaciones en fondos de inversión, seguidas de valores representativos de deuda (véase gráfico 4). Otras inversiones de menor escala incluyen acciones y participaciones, derivados financieros, efectivo y préstamos.

⁵⁶ Como parte de los trabajos de preparación del Reglamento se identificaron más de 75.000 fondos de pensiones en Irlanda y unos 2.000 en Chipre.

Gráfico 4

Activos de los fondos de pensiones de la zona del euro

(mm de euros; II TR 2020)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: «Otros activos» incluye reservas de fondos de pensiones, activos no financieros y resto de activos.

Los principales pasivos de los fondos de pensiones (que representan más del 95 % del total de la zona del euro) son reservas técnicas de seguro/derechos por pensiones. En la zona del euro, los planes de prestación definida⁵⁷ suponen más del 85 % del total de derechos por pensiones. No obstante, en los últimos años se ha producido un desplazamiento desde este tipo de planes a los de aportación definida en la mayoría de los países de la zona⁵⁸, aunque el impacto sobre los saldos vivos no se apreciará hasta que transcurran unos años (véase gráfico 5).

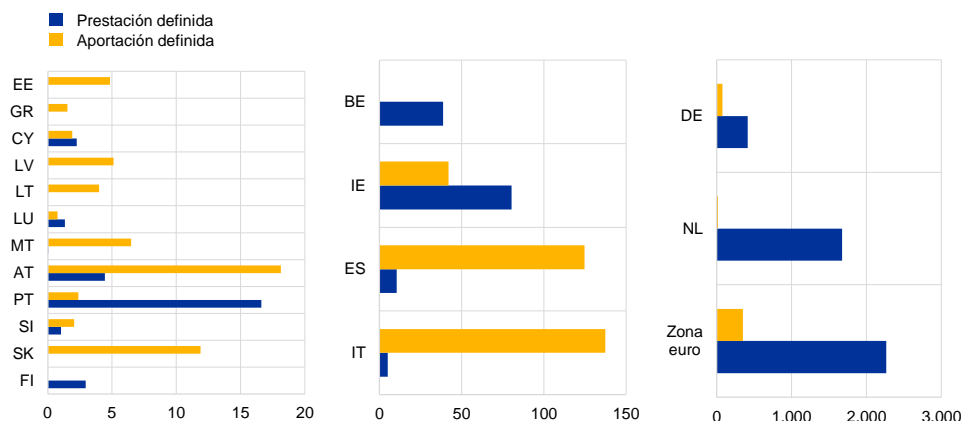
⁵⁷ En los planes de pensiones de prestación definida, la prestación por jubilación está predeterminada por una fórmula basada en el historial de ingresos, la vida laboral y la edad de la persona. La prestación en el momento de la jubilación no depende directamente de los rendimientos de inversiones, ya que se fija con antelación. En cambio, en los planes de aportación definida se crean cuentas individuales para los partícipes y las prestaciones se basan en las cantidades ingresadas en esas cuentas, más los rendimientos de inversiones. En estos planes, las prestaciones futuras varían en función de los rendimientos de las inversiones, y los promotores (por lo general, empleadores) no están obligados a realizar aportaciones adicionales al plan si la evolución de este es desfavorable; esto se explica de forma más detallada en la sección 3, donde se describen las nuevas estadísticas. Los planes mixtos incluyen elementos de los planes de prestación definida y de los de aportación definida.

⁵⁸ Véase Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, [Consumer Trends Report 2019](#), Luxemburgo, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, 2019.

Gráfico 5

Derechos por pensiones, por país y tipo de plan

(mm de euros, II TR 2020)



Fuente: Cálculos del BCE.

Conclusiones

Los fondos de pensiones desempeñan un doble papel, ya que ayudan a las personas a ahorrar para la vejez y distribuyen el capital a largo plazo de forma eficiente entre las empresas, los sectores y los mercados internacionales. Los fondos de pensiones son uno de los mayores inversores —y de crecimiento más rápido— en los mercados internacionales de capitales. Sus inversiones están diversificadas en términos de instrumentos financieros, sectores y ubicación geográfica. Su papel en la financiación de las Administraciones Públicas y de las sociedades no financieras de la zona del euro a través de inversiones en valores representativos de deuda y de acciones y participaciones también está aumentando. Los efectos de la crisis financiera y de la pandemia, el entorno de bajos tipos de interés y el envejecimiento de la población europea han puesto de manifiesto la necesidad de mejorar la calidad, la granularidad y la comparabilidad de los datos sobre este sector. Anteriormente, como consecuencia de las lagunas existentes en la información disponible y de la falta de comparabilidad entre países, resultaba difícil comprender bien el papel del sector en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, de los flujos de efectivo y de los riesgos asociados a los compromisos por pensiones, así como los riesgos relacionados con el comportamiento inversor de los fondos de pensiones y su interconexión con el resto del sistema financiero y la economía real. Esta es la razón por la que es esencial disponer de unas estadísticas armonizadas de calidad sobre los fondos de pensiones de la zona del euro.

Las nuevas estadísticas de fondos de pensiones de la zona del euro constituyen una mejora con respecto a los datos anteriores en varios aspectos. El nuevo conjunto de datos incluye: i) conceptos armonizados que cumplen las normas estadísticas internacionales y aseguran que la información sea coherente con los datos de supervisión; ii) una cobertura completa de las entidades;

iii) desagregaciones detalladas de los activos y los pasivos, por ejemplo, por plazo de vencimiento, sector de contrapartida y área geográfica; iv) datos sobre transacciones y ajustes (como revalorizaciones y reclasificaciones), y v) publicación de información más actualizada. Además, son un elemento fundamental para la recopilación de información sobre los fondos de pensiones y las inversiones financieras de los hogares en las cuentas financieras.

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