

Recuadros

1 Los efectos perdurables de crisis anteriores sobre la economía mundial

Natalia Martín Fuentes e Isabella Moder

La pandemia de coronavirus (Covid-19) es una perturbación sin precedentes para la economía mundial. En primer lugar, es un *shock* de múltiples dimensiones, ya que la emergencia de salud pública se ha visto agravada por una perturbación de oferta inducida (por la adopción de medidas de confinamiento estrictas) y por una perturbación de demanda derivada del aumento del paro y de la mayor incertidumbre. En segundo lugar, ha dado lugar a una respuesta de política de gran envergadura en numerosos frentes que ha atenuado los efectos adversos sobre la actividad económica, si bien podría acrecentar los desequilibrios existentes en la economía mundial y suscitar preocupación por el sobreendeudamiento de los sectores público y privado, y por las necesidades de desapalancamiento futuras. Por último, determinados sectores han resultado afectados de manera especialmente intensa por las medidas de confinamiento y por los cambios en el comportamiento de los consumidores, que es probable que perduren al menos hasta que se disponga de una solución médica efectiva.

Dada la compleja naturaleza de la perturbación generada por el Covid-19, es necesario considerar sus implicaciones para el potencial de crecimiento a largo plazo de la economía mundial. En este recuadro se examinan crisis anteriores y los canales a través de los cuales han afectado al producto potencial¹³. El análisis está sujeto a un alto grado de incertidumbre porque el producto potencial es una variable no observable. Además, la crisis del Covid-19 es única en muchos aspectos, por lo que es posible que crisis pasadas no sean indicativas de las repercusiones a medio y a largo plazo que puede tener para la economía mundial, sobre todo porque su duración —uno de los parámetros clave para evaluar sus posibles efectos perdurables— sigue sin conocerse.

La idea tradicional de que las fluctuaciones del ciclo económico no influyen en el crecimiento a largo plazo ha sido cuestionada en la literatura económica. Por ejemplo, la existencia de efectos de histéresis en el mercado de trabajo (es decir, un efecto persistente de las perturbaciones en el desempleo) es un fenómeno que ha sido ampliamente examinado y debatido¹⁴. Asimismo, contribuciones recientes de la literatura, motivadas por la lentitud de la recuperación tras la crisis financiera global, han mostrado que las recesiones causan efectos perdurables en el

¹³ Véase también el artículo titulado «El impacto del Covid-19 en el producto potencial de la zona del euro », *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020.

¹⁴ Véase, por ejemplo, O. J. Blanchard y L. H. Summers, «*Hysteresis and the European Unemployment Problem*», *NBER Working Papers*, n.º 1950, National Bureau of Economic Research, 1986.

nivel del PIB¹⁵, ya que las fluctuaciones cíclicas influyen en la oferta de la economía a través de diversos canales, configurando así su tendencia de largo plazo.

El análisis de los efectos perdurables de crisis anteriores proporciona algunas indicaciones de cómo puede afectar la perturbación del Covid-19 al producto potencial¹⁶. Un análisis de epidemias pasadas basado en proyecciones locales sugiere que el impacto inicial sobre el nivel del producto potencial es relativamente transitorio y que tiende a desaparecer transcurridos dos años desde el final de la epidemia (véase el panel superior izquierdo del gráfico A)¹⁷. Con todo, se ha de observar que las epidemias anteriores consideradas en el análisis fueron, en su mayor parte, eventos localizados que no pueden compararse con una pandemia global de esta magnitud¹⁸. Por lo tanto, se examina el impacto de dos tipos adicionales de crisis exógenas sobre el producto potencial; en concreto, el embargo de petróleo impuesto en 1973-1974 por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), que puede considerarse una perturbación exógena de oferta negativa para los países afectados¹⁹, y el efecto de conflictos bélicos de entidad²⁰. Los resultados indican que el embargo solo incidió negativamente en el producto potencial en el año posterior a la perturbación (panel superior derecho). En cambio, los resultados correspondientes a conflictos bélicos de entidad (panel inferior izquierdo) señalan que, tras un fuerte impacto inicial, una vez finalizado el conflicto, la recuperación económica tiende a ser acusada y sin efectos perdurables más prolongados (es decir, más de cuatro años). No obstante, la gran amplitud de los intervalos de confianza apunta a que el impacto a largo plazo de los conflictos bélicos es considerablemente heterogéneo.

¹⁵ Véanse, por ejemplo, V. Cerra, A. Fatás y S. C. Saxena, «Hysteresis and Business Cycles», *CEPR Discussion Papers*, n.º DP14531, 2020; O. Jordà, M. Schularick y A. M. Taylor, «Disasters Everywhere: The Costs of Business Cycles Reconsidered», *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, n.º 2020-11, 2020, y J. Bluedorn y D. Leigh, «Is the Cycle the Trend? Evidence from the Views of International Forecasters», *IMF Working Papers*, n.º 18/163, 2018.

¹⁶ Los resultados que se presentan a continuación se basan en proyecciones locales de un modelo con datos de panel que incluye 117 países desde 1970 hasta 2017. Las variables independientes representan el crecimiento acumulado del producto potencial cada año. Los regresores incorporan componentes autorregresivos con cuatro retardos, variables ficticias (*dummies*) de los respectivos eventos y efectos fijos de país. Las fuentes de los datos son las Penn World Tables para el producto potencial y sus subcomponentes respectivos, y L. Laeven y F. Valencia, «Systemic Banking Crises Revisited», *IMF Working Papers*, n.º 18/206, 2018, para las crisis financieras.

¹⁷ Entre las epidemias pasadas se incluyen el síndrome respiratorio agudo severo (SARS) (2003), la gripe A (2009-2010), el síndrome respiratorio de Oriente Medio (MERS) (2013), el virus del Ébola (2014-2015) y el virus del Zika (2016). Los países se consideran afectados si registraron al menos diez casos.

¹⁸ Véase también Ò. Jordà, S. R. Singh y A. M. Taylor, «Longer-Run Economic Consequences of Pandemics», *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, n.º 2020-09, 2020, que encuentran consecuencias macroeconómicas duraderas significativas de quince pandemias graves desde el siglo XIV.

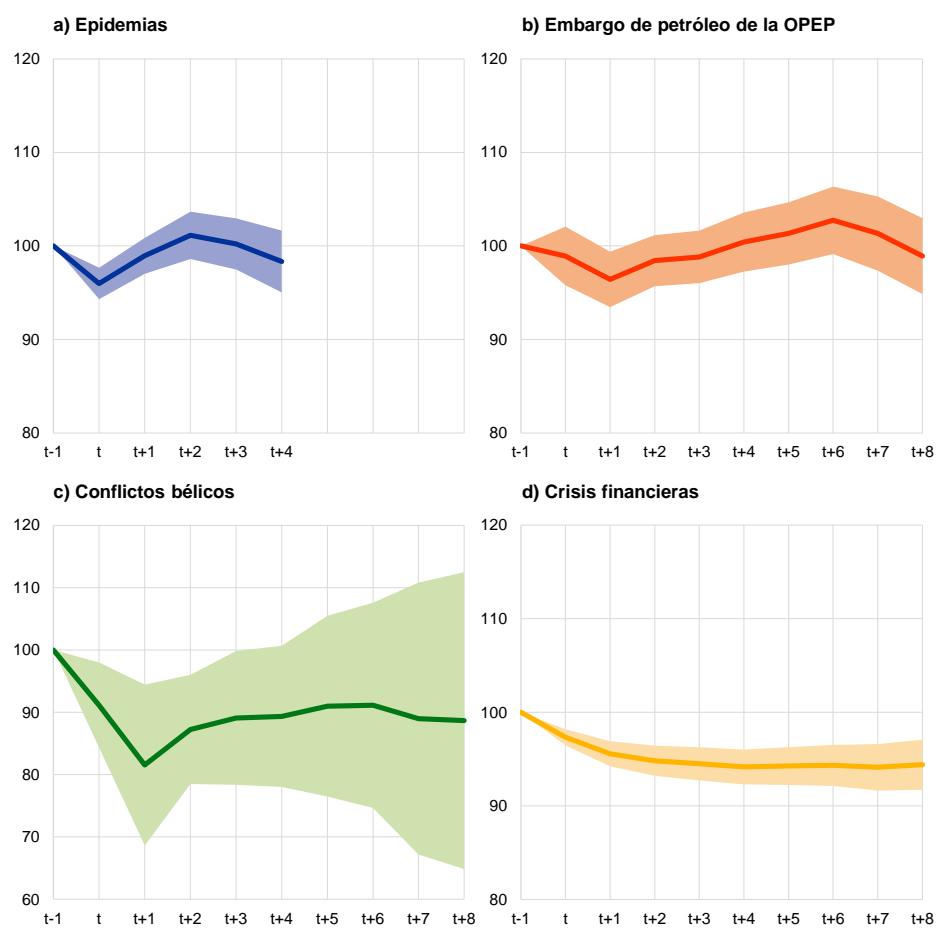
¹⁹ La muestra empleada en la estimación incluye los siguientes países sujetos al embargo de petróleo impuesto por la OPEP: Canadá, Japón, Países Bajos, Portugal, Sudáfrica, Reino Unido y Estados Unidos. Aunque el embargo solo afectó transitoriamente a los países a los que iba dirigido en comparación con los países no afectados, la subida permanente de los precios del crudo resultante de las perturbaciones de los precios del petróleo en la década de los setenta, en particular la segunda perturbación, puede haber causado un efecto más permanente en el producto potencial global. Véase también el artículo titulado «El impacto del Covid-19 en el producto potencial de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020.

²⁰ En la muestra se incluyeron los siguientes conflictos bélicos: la guerra civil en el Líbano (1975-1990), la guerra del Golfo en Irak (1990-1991), las guerras yugoslavas (1991-1999), la guerra civil en Sierra Leona (1991-2002), la segunda guerra del Congo (1999-2003), la guerra de Irak (2003-2011), la guerra civil siria (2011-actualidad) y la guerra civil en Irak (2014-2017).

Gráfico A

Efectos perdurables de epidemias pasadas y de otras crisis en los niveles del producto potencial

(índices)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en las Penn World Tables y en Laeven y Valencia (véase la nota a pie de página 4).

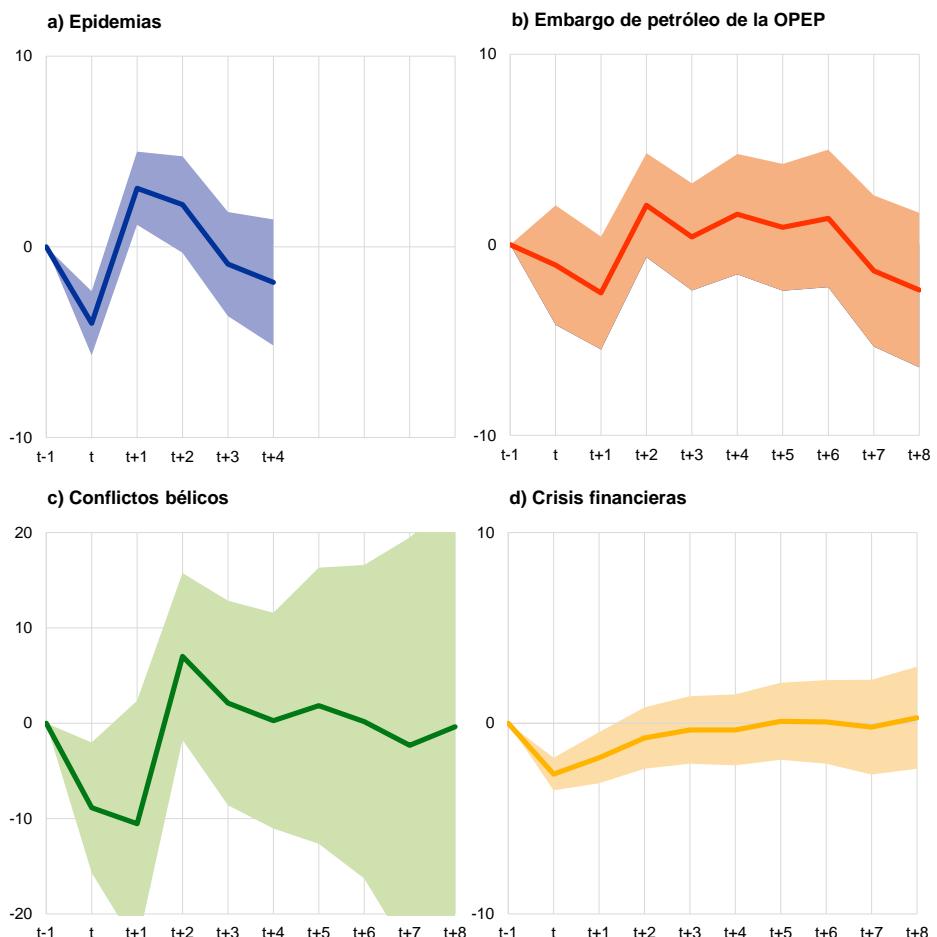
Notas: Las líneas continuas señalan el impacto del acontecimiento respectivo sobre el nivel del producto potencial en el año t hasta el período t+8, es decir, ocho años después de que haya finalizado el acontecimiento, y las zonas sombreadas muestran el intervalo de confianza del 95 %. El impacto en el producto potencial se estima aplicando un enfoque de proyecciones locales basado en un panel global que incluye todos los acontecimientos de forma simultánea, cuatro retardos del crecimiento del producto potencial para controlar la endogeneidad y efectos fijos de país. Como la mayoría de las epidemias consideradas en el análisis son relativamente recientes, la muestra solo permite calcular su impacto hasta cuatro años después de su fin. El producto potencial se define como el nivel de producción que es acorde con la capacidad productiva de una economía.

En cambio, las crisis financieras están asociadas a un efecto negativo muy persistente en el producto potencial. Los resultados correspondientes a crisis financieras pasadas (como ejemplos de crisis endógenas, es decir, provocadas por la acumulación de desequilibrios económicos) sugieren una pérdida de producto de alrededor del 5 % incluso al cabo de ocho años, en línea con la literatura reciente mencionada anteriormente. Esta conclusión se ve confirmada por el hecho de que, en las recesiones originadas por crisis financieras no se observa una sobrereactación de las tasas de crecimiento tras el final de la recesión, lo que apunta a que generan efectos perdurables y prolongados en el nivel del producto potencial (véase gráfico B). Este no es el caso de las crisis exógenas (es decir, epidemias, el embargo de la OPEP y conflictos bélicos), en las que la contracción inicial va seguida de unas tasas de crecimiento superiores a las normales, lo que hace que el producto potencial de la economía retorne a su senda tendencial de largo plazo.

Gráfico B

Impacto de epidemias pasadas y de otras crisis en el crecimiento del producto potencial

(tasas de crecimiento)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en las Penn World Tables y en Laeven y Valencia (véase la nota a pie de página 4).

Notas: Las líneas continuas señalan el impacto del acontecimiento respectivo sobre la tasa de crecimiento del producto potencial en el año t hasta el período t+8, es decir, ocho años después de que haya finalizado el acontecimiento, y las zonas sombreadas muestran el intervalo de confianza del 95 %. El impacto en el producto potencial se estima aplicando un enfoque de proyecciones locales basado en un panel global que incluye todos los acontecimientos de forma simultánea, cuatro retardos del crecimiento del producto potencial para controlar la endogeneidad y efectos fijos de país. Como la mayoría de las epidemias consideradas en el análisis son relativamente recientes, la muestra solo permite calcular su impacto hasta cuatro años después de su fin. El producto potencial se define como el nivel de producción que es acorde con la capacidad productiva de una economía.

La evidencia muestra que en las recesiones registradas a raíz de crisis financieras, el impacto de la crisis fue particularmente persistente para el stock de capital²¹. Es conveniente analizar el efecto de crisis financieras anteriores en los componentes individuales del producto potencial. Los tres componentes de oferta de la función de producción se ven afectados inicialmente por una crisis financiera (véase gráfico C). Aunque el impacto negativo sobre la productividad total

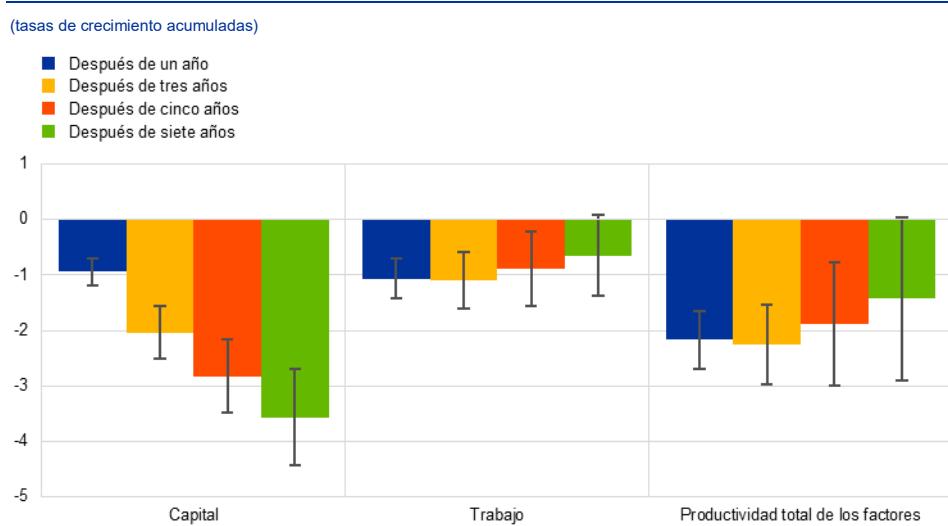
²¹ En línea con el impacto transitorio sobre el crecimiento potencial analizado anteriormente, el efecto de las epidemias, del embargo de la OPEP y de los conflictos bélicos sobre los componentes individuales de la oferta es transitorio o no significativo, por lo que no se examina con más detalle en este recuadro. La única excepción es el impacto adverso de las epidemias en la oferta de trabajo (incluido el capital humano), que se intensifica con el tiempo. Los resultados relativos a epidemias son similares, en líneas generales, con los de un estudio reciente del Banco Mundial. Véase A. Dieppe (ed.), «*Global Productivity: Trends, Drivers, and Policies*», Banco Mundial, 2020.

de los factores y sobre el factor trabajo empieza a disiparse al cabo de unos tres años, se observan efectos adversos y persistentes en el *stock* de capital, que es la principal causa de las secuelas perdurables a largo plazo de las crisis financieras.

La crisis del Covid-19 podría incidir negativamente en el *stock* de capital, como se observó en crisis financieras anteriores. Es probable que la depreciación del capital haya aumentado como consecuencia del Covid-19, sobre todo en sectores intensivos en capital afectados por la crisis, como el aéreo, en el que partes del *stock* de capital podrían quedarse obsoletas, así como en otros sectores que están atravesando dificultades como resultado de la perturbación de demanda. Por otra parte, las necesidades de consolidación de las finanzas públicas después de la crisis, unidas a las difíciles perspectivas económicas de las empresas, pueden contribuir a que haya un período prolongado de infrainversión²².

Gráfico C

Impacto de crisis financieras en los componentes del crecimiento del producto potencial



Fuentes: Cálculos del BCE basados en las Penn World Tables y en Laeven y Valencia (véase la nota a pie de página 4).

Notas: Las barras indican el impacto de crisis financieras sobre los respectivos componentes del producto potencial al cabo del número de años señalado desde el final de la crisis. Las barras de error representan el intervalo de confianza del 95 %. El impacto en el producto potencial se estima aplicando un enfoque de proyecciones locales basado en un panel global que incluye todos los acontecimientos de forma simultánea, cuatro retardos del crecimiento del producto potencial para controlar la endogeneidad y efectos fijos de país. El producto potencial se define como el nivel de producción que es acorde con la capacidad productiva de una economía.

Como la perturbación generada por el Covid-19 ha incidido, sobre todo, en sectores intensivos en trabajo, el impacto inicial sobre la oferta de trabajo podría ser más acusado que en crisis financieras anteriores. Con la excepción del transporte, los sectores más golpeados por las medidas de contención del Covid-19 (como el comercio minorista, la hostelería y las actividades recreativas y

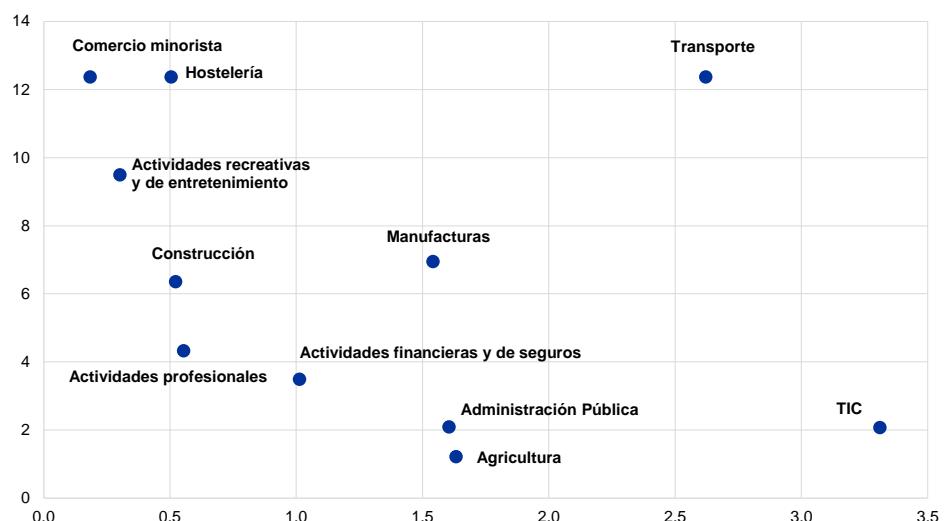
²² En la primera mitad de 2020, la inversión mundial (excluida la zona del euro) se redujo en torno a un 11%, más que tras la crisis financiera global; entre el tercer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009, la inversión mundial descendió un 8% en términos acumulados. Según las proyecciones de la OCDE, en el cuarto trimestre de 2021 todavía se situará un 4% por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2019 (media no ponderada de Australia, Canadá, Japón, Corea, Reino Unido y Estados Unidos). Véase «[OECD Economic Outlook No 107 - Single-hit scenario - Edition 2020/1](#)», *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections* (base de datos), OCDE, 2020.

de entretenimiento) tienden a ser más intensivos en trabajo que en capital (véase gráfico D). Al mismo tiempo, incluso sectores a los que no iban dirigidas las medidas de confinamiento pueden haberse visto afectados indirectamente a través de la disminución de las ventas de bienes intermedios a sectores perjudicados²³. La cuestión de si esas pérdidas de empleo pasarán a tener un carácter más permanente dependerá de la velocidad de reasignación de trabajadores entre sectores y empresas. Las repercusiones de la pandemia en el mercado de trabajo —como una disminución de la población activa a causa de un incremento de trabajadores desanimados o de un descenso de los flujos migratorios hacia las economías avanzadas— podrían dar lugar a una reducción sostenida de la población activa. Esta reducción, unida al impacto sobre la acumulación de capital humano a consecuencia de los cierres generalizados de centros educativos, podría intensificar el efecto negativo sobre la oferta de trabajo²⁴. Al mismo tiempo, se debe reconocer que las pérdidas dependerán de la respuesta de las autoridades y del éxito de las políticas de empleo para mitigar estos efectos²⁵.

Gráfico D

Pérdidas sectoriales derivadas de las medidas de contención del Covid-19 y ratio de intensidad del capital/trabajo

(eje de abscisas: stock de capital fijo por empleado; eje de ordenadas: reducciones estimadas del valor añadido en porcentaje)



Fuentes: Cálculos del BCE y base de datos EU KLEMS.

Notas: Las pérdidas sectoriales derivadas de las medidas de confinamiento contra el Covid-19 se basan en un análisis realizado por expertos del BCE de una muestra de países de importancia sistémica global y se calculan como una media no ponderada. La ratio de intensidad del capital/trabajo se calcula como el stock de capital fijo (en 2017) dividido por el factor trabajo (en número de empleados en 2017) de cada sector, basado en la media no ponderada de una muestra de 19 países.

Por último, aunque la crisis del Covid-19 también podría incidir negativamente en la productividad, el impulso para la adopción de tecnologías digitales

²³ Véase L. Laeven, «[Pandemics, Intermediate Goods, and Corporate Valuation](#)», *CEPR Discussion Papers*, n.º DP15022, 2020.

²⁴ Véase S. Burgess y H. H. Sievertsen, «[Schools, skills, and learning: The impact of COVID-19 on education](#)», *VoxEU*, 2020, donde se argumenta que incluso un período relativamente breve de días lectivos perdidos tendrá consecuencias en el desarrollo de las capacidades.

²⁵ Véase el recuadro titulado «[Valoración preliminar del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

podría ser positivo a largo plazo. La crisis del Covid-19 podría afectar a la productividad total de los factores de diversas maneras. En primer lugar, el impacto del coronavirus podría inmovilizar temporalmente recursos en sectores improductivos, y es probable que la reasignación de recursos productivos hacia sectores en rápido crecimiento tarde un tiempo en materializarse²⁶. Además, la innovación podría verse perjudicada por el menor gasto en investigación y desarrollo —en el sector público, como consecuencia de las necesidades de consolidación, y en el privado, debido a la elevada incertidumbre—. Por otra parte, la relocalización de las cadenas globales de valor tras la crisis del Covid-19 podría dificultar la innovación y la transferencia de conocimiento entre países. Al mismo tiempo, el impulso de la digitalización propiciado por la crisis del Covid-19 podría acelerar la transformación digital de la economía mundial y, con ello, contribuir positivamente a la productividad total de los factores²⁷.

²⁶ No obstante, la productividad agregada podría beneficiarse de esa reasignación de recursos hacia sectores más productivos una vez se haya completado. Además, la perturbación del Covid-19 podría tener un impacto más acusado en empresas con productividad baja, lo que, en principio, podría causar un efecto positivo en la productividad agregada. Véase el recuadro 2 del artículo titulado «El impacto de la pandemia de Covid-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020.

²⁷ De hecho, en una encuesta reciente a empresas líderes de la zona del euro, los efectos de la pandemia en la oferta a largo plazo citados con más frecuencia fueron el aumento del teletrabajo y la aceleración de la digitalización (véase el recuadro titulado «[Los efectos a largo plazo de la pandemia: resultados de una encuesta a empresas líderes](#)» en este Boletín Económico).

2

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 22 de julio y el 3 de noviembre de 2020

Simon Forsyth y Ross Murphy

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de reservas de 2020, comprendidos entre el 22 de julio y el 15 de septiembre, y entre el 16 de septiembre y el 3 de noviembre de 2020, respectivamente. Durante este período, se estabilizó la volatilidad de los mercados asociada a la crisis del coronavirus (Covid-19) de meses anteriores. Las medidas anunciadas por los bancos centrales continuaron respaldando el funcionamiento de los mercados a lo largo del verano.

Los niveles de liquidez del banco central en el sistema bancario siguieron aumentando durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de 2020.

Esta evolución se debió principalmente a la liquidación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) y a las adquisiciones de activos realizadas 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).

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 2.044,5 mm de euros en el período analizado. Esta cifra fue 109,8 mm de euros superior a la media del tercer y cuarto período de mantenimiento de 2020 (véase el apartado del cuadro A titulado «Otra información relativa a la liquidez»). Los factores autónomos netos aumentaron en 107,3 mm de euros, hasta situarse en 1.901,6 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron en 2,6 mm de euros, hasta un importe de 142,9 mm de euros.

Durante el período considerado, los depósitos de las Administraciones Públicas continuaron siendo, con diferencia, el principal factor autónomo de absorción de liquidez. Estos depósitos mantuvieron su tendencia al alza, aunque aumentaron a un ritmo menor que en el período anterior. Su incremento fue de 146,7 mm de euros, en promedio, y se situaron en 727,9 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas de la zona del euro alcanzaron máximos históricos y representaron, en promedio, más del 11 % del balance del Eurosistema durante el período analizado, frente a alrededor del 9 % en el período de referencia anterior y el 6 % en los dos primeros períodos de mantenimiento del año. Los factores de inyección de liquidez se incrementaron en 41,6 mm de euros,

contrarrestando, solo en parte, el efecto del crecimiento de los depósitos de las Administraciones Públicas. En particular, los activos netos denominados en euros registraron un aumento de 83,7 mm de euros, que se vio compensado parcialmente por una disminución de los activos exteriores netos por importe de 42,1 mm de euros (véase el apartado del cuadro A titulado «Activos»).

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

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: del 22 de julio al 3 de noviembre de 2020				Periodo de referencia anterior: del 6 de mayo al 21 de julio de 2020
	Quinto y sexto período de mantenimiento	Quinto período de mantenimiento: del 22 de julio al 15 de septiembre	Sexto período de mantenimiento: del 16 de septiembre al 3 de noviembre	Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.998,3 (+149,0)	2.976,9 (+37,5)	3.022,9 (+46,0)	2.849,3 (+339,1)	
Billetes en circulación	1.384,9 (+27,3)	1.381,2 (+15,6)	1.389,1 (+7,9)	1.357,6 (+58,1)	
Depósitos de las AAPP	729,7 (+146,7)	712,9 (+41,7)	749,0 (+36,0)	583,0 (+261,5)	
Otros factores autónomos ¹	883,7 (-25,1)	882,8 (-19,7)	884,8 (+2,0)	908,8 (+19,5)	
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	2.562,7 (+529,6)	2.483,3 (+278,6)	2.653,5 (+170,2)	2.033,1 (+437,5)	
Exigencias de reservas mínimas²	142,9 (+2,6)	142,4 (+1,2)	143,6 (+1,2)	140,4 (+4,7)	
Facilidad de depósito	435,4 (+104,8)	413,2 (+57,2)	460,7 (+47,5)	330,5 (+72,3)	
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)

	Periodo de referencia actual: del 22 de julio al 3 de noviembre de 2020						Período de referencia anterior: del 6 de mayo al 21 de julio de 2020	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: del 22 de julio al 15 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: del 16 de septiembre al 3 de noviembre			
Factores autónomos de liquidez	1.097,0	(+41,6)	1.097,9	(+26,9)	1.096,0	(-1,9)	1.055,4	(+22,6)
Activos exteriores netos	865,2	(-42,1)	865,9	(-5,3)	864,4	(-1,6)	907,3	(+60,5)
Activos netos denominados en euros	231,8	(+83,7)	232,0	(+32,2)	231,6	(-0,4)	148,2	(-37,9)
Instrumentos de política monetaria	5.020,5	(+728,6)	4.897,3	(+338,0)	5.161,4	(+264,1)	4.291,9	(+824,7)
Operaciones de mercado abierto	5.020,5	(+728,6)	4.897,3	(+338,0)	5.161,4	(+264,1)	4.291,9	(+824,7)
Operaciones de subasta	1.625,9	(+419,8)	1.573,7	(+182,6)	1.685,6	(+111,9)	1.206,1	(+464,3)
OPF	1,3	(+0,7)	1,3	(+0,5)	1,3	(-0,0)	0,6	(-0,4)
OFPML a tres meses	1,6	(-0,6)	2,0	(-0,3)	1,1	(-0,8)	2,2	(-0,9)
Operaciones TLTRO II	40,4	(-242,4)	45,9	(-124,1)	34,0	(-11,9)	282,8	(-188,3)
Operaciones TLTRO III	1.582,7	(+890,8)	1.524,5	(+436,1)	1.649,1	(+124,6)	691,9	(+541,5)
OFPML puente (<i>bridge</i> LTRO)	-	(-228,6)	-	(-129,6)	-	(+0,0)	228,6	(+112,4)
Carteras en firme	3.394,6	(+308,8)	3.323,6	(+155,3)	3.475,8	(+152,2)	3.085,8	(+360,4)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,5	(-0,2)	0,5	(-0,1)	0,5	(-0,0)	0,6	(-0,5)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,8	(-0,1)	2,9	(-0,0)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	285,8	(+3,5)	285,0	(+1,2)	286,8	(+1,9)	282,3	(+9,3)
Programa para los mercados de valores	33,1	(-3,6)	34,0	(-1,1)	32,0	(-2,0)	36,7	(-5,5)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	29,6	(-1,2)	29,9	(-0,8)	29,3	(-0,6)	30,8	(+0,9)
Programa de compras de valores públicos	2.283,2	(+53,1)	2.268,6	(+24,0)	2.299,9	(+31,4)	2.230,2	(+79,4)
Programa de compras de bonos corporativos	232,3	(+15,3)	227,2	(+6,3)	238,2	(+11,0)	217,0	(+18,0)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	527,3	(+242,0)	475,6	(+125,8)	586,3	(+110,7)	285,3	(+258,7)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Fuente: BCE.

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

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: del 22 de julio al 3 de noviembre de 2020				Período de referencia anterior: del 6 de mayo al 21 de julio de 2020
	Quinto y sexto período de mantenimiento	Quinto período de mantenimiento: del 22 de julio al 15 de septiembre	Sexto período de mantenimiento: del 16 de septiembre al 3 de noviembre	Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas ¹	2.044,5 (+109,8)	2.021,6 (+11,6)	2.070,7 (+49,2)	1.934,7 (+321,3)	
Factores autónomos netos ²	1.901,6 (+107,3)	1.879,2 (+10,4)	1.927,2 (+48,0)	1.794,3 (+316,6)	
Exceso de liquidez ³	2.998,0 (+634,5)	2.896,5 (+335,8)	3.114,1 (+217,6)	2.363,6 (+509,8)	

Fuente: BCE.

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

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

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

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

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Período de referencia actual: del 22 de julio al 3 de noviembre de 2020				Período de referencia anterior: del 6 de mayo al 21 de julio de 2020
	Quinto y sexto período de mantenimiento	Quinto período de mantenimiento: del 22 de julio al 15 de septiembre	Sexto período de mantenimiento: del 16 de septiembre al 3 de noviembre	Tercer y cuarto período de mantenimiento	
OPF	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	
Eonia ¹	-0,468 (-0,01)	-0,467 (-0,00)	-0,469 (-0,00)	-0,460 (-0,01)	
€STR	-0,553 (-0,01)	-0,552 (+0,00)	-0,554 (-0,00)	-0,545 (-0,01)	

Fuente: BCE.

Notas: Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de mantenimiento o de referencia anterior.

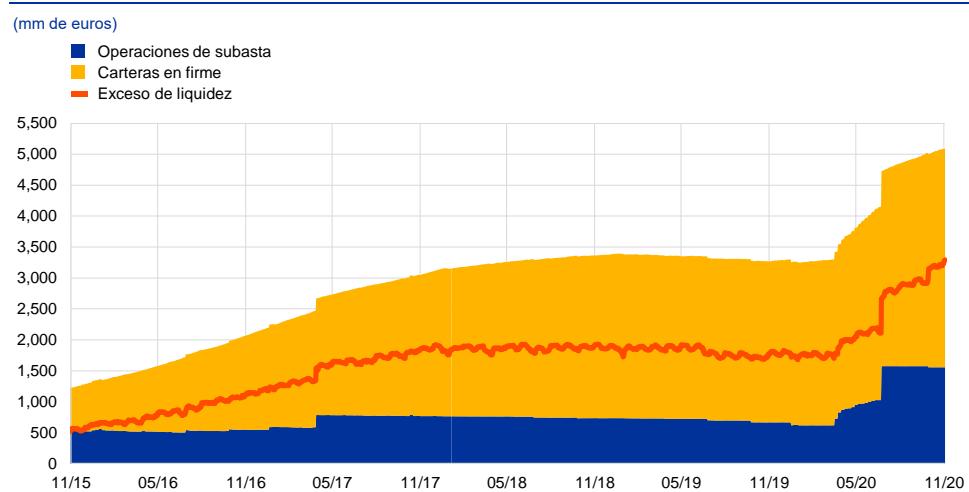
1) Se calcula como el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) más 8,5 puntos básicos desde el 1 de octubre de 2019. Las diferencias en las variaciones del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y del €STR se deben al redondeo.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria aumentó en 728,6 mm de euros, hasta un importe de 5.050,5 mm de euros (véase gráfico A). Más de la mitad (58 %) de este aumento de liquidez fue el resultado de las operaciones de crédito relacionadas con la adjudicación de las TLTRO III; el 42 % restante se debió a las compras simples de activos.

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 3 de noviembre de 2020.

La liquidez media proporcionada mediante las operaciones de crédito del Eurosistema aumentó en 419,8 mm de euros durante el período de referencia, debido principalmente a la liquidación de la cuarta y quinta operación de las TLTRO III. El incremento medio —890,8 mm de euros— de la liquidez proporcionada a través de las TLTRO III se vio parcialmente compensado por los vencimientos y los reembolsos voluntarios del programa TLTRO II, ya que las entidades de contrapartida recurrieron a las TLTRO III, dadas sus condiciones financieras más ventajosas, y por los vencimientos de las operaciones puente de financiación a plazo más largo (*bridge LTRO*). Los reembolsos de las TLTRO II ascendieron, en promedio, a 242,4 mm de euros. Las OFPML puente 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. Estas operaciones puente también vencieron mientras las entidades de contrapartida se cambiaban a las TLTRO III y contribuyeron con un importe total de 228,6 mm de euros. Durante el período analizado, el BCE también llevó a cabo la tercera, la cuarta y la quinta de las siete nuevas 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. Las operaciones PELTRO aportaron 7,5 mm de euros de liquidez. Las operaciones principales de financiación (OPF) y las OFPML a tres meses solo desempeñaron un papel marginal y registraron, en promedio, un incremento de 0,1 mm de euros en términos agregados con respecto al período de referencia anterior.

Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron en 308,8 mm de euros, hasta un importe de 3.394,6 mm de euros, debido a la continuación de las adquisiciones netas en el contexto del APP y del PEPP. En el marco del PEPP,

las tenencias de valores se cifraron, en promedio, en 527,3 mm de euros, lo que representa un aumento de 242 mm de euros con respecto al período de referencia anterior. Las adquisiciones realizadas en el contexto de este programa registraron el mayor incremento, 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 aumentaron, en promedio, en 53,1 mm de euros (hasta 2.283,2 mm de euros) y en 15,3 mm de euros (hasta 232,3 mm de euros), respectivamente.

Exceso de liquidez

El exceso medio de liquidez aumentó en 634,5 mm de euros, hasta un importe de 2.998 mm de euros (véase gráfico A). Los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas registraron un incremento de 529,6 mm de euros, hasta situarse en 2.562,7 mm de euros, mientras que el recurso a la facilidad de depósito aumentó, en promedio, en 104,8 mm de euros, hasta un importe de 435,4 mm de euros. 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 su cuenta corriente en lugar de hacerlo en la facilidad de depósito.

Evolución de los tipos de interés

El €STR descendió, en promedio, 0,8 puntos básicos con respecto al período de referencia anterior, debido al aumento del exceso de liquidez. El €STR se situó, en promedio, en -55,3 puntos básicos durante el período analizado, frente a la media de -54,5 puntos básicos en el período de referencia anterior²⁸. 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, no variaron durante el período de referencia.

²⁸ El eonia, que desde octubre de 2019 se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR, evolucionó de forma paralela al €STR.

3

Evaluación de la evolución económica a corto plazo en tiempos de Covid-19

Niccolò Battistini, Gabe de Bondt, Roberto A. de Santis y Lorena Saiz

La repentina y profunda recesión provocada por la irrupción del coronavirus (Covid-19) ha hecho necesario el ajuste de las herramientas utilizadas habitualmente para realizar las previsiones de crecimiento del PIB real de la zona del euro en tiempo real. Las graves consecuencias económicas del Covid-19 han alterado significativamente las relaciones estadísticas y económicas tradicionales²⁹. De ahí que los modelos convencionales de predicción a corto plazo no hayan podido captar la magnitud de la contracción observada en los dos primeros trimestres de 2020 —con descensos intertrimestrales del 3,7 % y del 11,7 % en el primer y segundo trimestre, respectivamente— ni el repunte registrado en el tercero —con un incremento del 12,5 %—. Esta dinámica excepcional ha requerido la actualización del conjunto de herramientas que se utilizan normalmente para elaborar las previsiones de crecimiento del PIB real de la zona del euro en tiempo real. En este recuadro se describen cuatro métodos desarrollados por expertos del BCE que tienen en cuenta las características específicas y las implicaciones de la pandemia de Covid-19.

El primer método utiliza el contenido informativo de las diferentes medidas de contención aplicadas en distintos países. Con una metodología sencilla, se analiza el impacto económico de las restricciones impuestas a los ciudadanos en numerosos países para contener la pandemia³⁰. Así, se utiliza una regresión agrupada de datos de panel (*pooled panel regression*), denominada «modelo transfronterizo de pandemia», para medir la relación entre las medidas de contención —calculadas con el índice OSI (*Oxford Stringency Index*), que determina su grado de severidad— y el PIB real³¹. Sobre la base de los datos correspondientes a los tres primeros trimestres de 2020 de todos los países de la zona del euro, un modelo lineal parece que se ajusta razonablemente bien a la heterogeneidad observada entre países en la relación entre el PIB real y el índice OSI (véase gráfico A). Las estimaciones en tiempo real del modelo transfronterizo de pandemia indicaron una contracción trimestral del PIB real de la zona del euro del 7,9 % en el segundo trimestre y un repunte del 6,3 % en el tercer trimestre de 2020 (véase gráfico B).

²⁹ Véase también M. Lenza y G. E. Primiceri, «[How to estimate a VAR after March 2020](#)», *Working Paper Series*, n.º 2461, BCE, agosto de 2020.

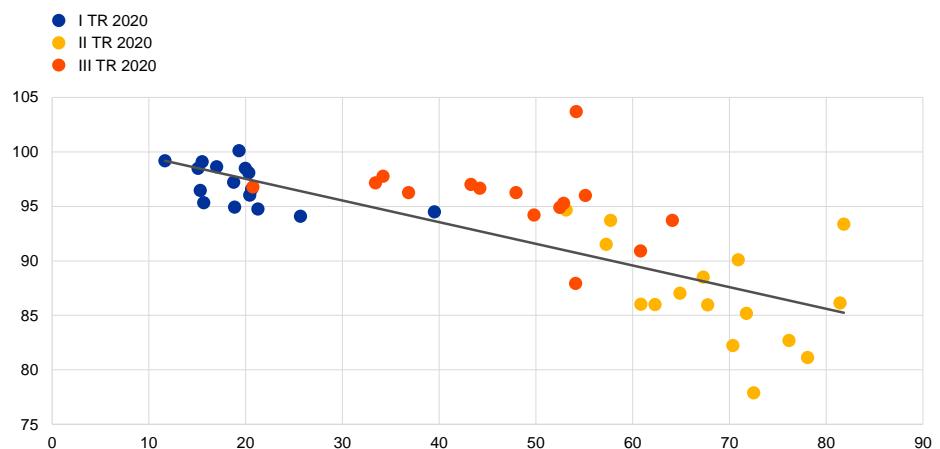
³⁰ Para más información, véase también N. Battistini y G. Stoovsky, «[Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2020.

³¹ Véase también T. Hale, N. Angrist, E. Cameron-Blake, L. Hallas, B. Kira, S. Majumdar, A. Petherick, T. Phillips, H. Tatlow y S. Webster, «[Oxford COVID-19 Government Response Tracker](#)», Blavatnik School of Government, 2020.

Gráfico A

PIB real e índice OSI (*Oxford Stringency Index*) en los distintos países de la zona del euro en 2020

(eje de abscisas: índice, PIB real IV TR 2019 = 100; eje de ordenadas: índice, máx. = 100)



Fuentes: Eurostat, Hale *et al.* (2020) y cálculos del BCE.

Notas: La línea del gráfico indica la tendencia lineal (es decir, los valores ajustados) de la regresión agrupada de datos de panel basada en datos correspondientes a los 19 países de la zona del euro en los tres primeros trimestres del año. El coeficiente asociado a la pendiente proporciona la elasticidad estimada del índice OSI con respecto al PIB real.

El segundo método se basa en el contenido informativo de indicadores de alta frecuencia, dado que estos indicadores pueden captar rápidamente cambios repentinos en las condiciones económicas. Aunque los indicadores mensuales contienen información muy relevante respecto a la coyuntura económica actual, se publican con cierta demora. Los datos diarios o semanales procedentes de fuentes no convencionales (por ejemplo, pagos con tarjeta de crédito, consumo de electricidad e indicadores de movilidad) han proporcionado una imagen más inmediata del impacto económico de la pandemia. No obstante, como estos datos pueden ser ruidosos, estar disponibles solo para un período de tiempo limitado y estar sujetos a patrones estacionales complejos, es necesario considerarlos con cautela³². Teniendo en cuenta estas dificultades de medición, el conjunto de herramientas utilizadas habitualmente para elaborar las previsiones a corto plazo del PIB real de la zona del euro se ha ampliado para incluir información sobre pagos semanales efectuados con tarjeta de crédito³³. Esta información adicional, que recoge, en parte, la evolución en tiempo real de los dos componentes del PIB más perjudicados por la pandemia (es decir, la producción en el sector servicios por el lado de la oferta y el consumo privado por el lado del gasto), ha mejorado la precisión de las previsiones de los modelos convencionales de predicción a corto plazo. A diferencia de la ligera contracción y recuperación que sugieren los modelos convencionales, los modelos ajustados de predicción a corto plazo señalaron una contracción media del PIB real de la zona del euro del 7 % en el segundo trimestre de 2020 y un rápido repunte del 8,4 % en el tercero (véase gráfico B).

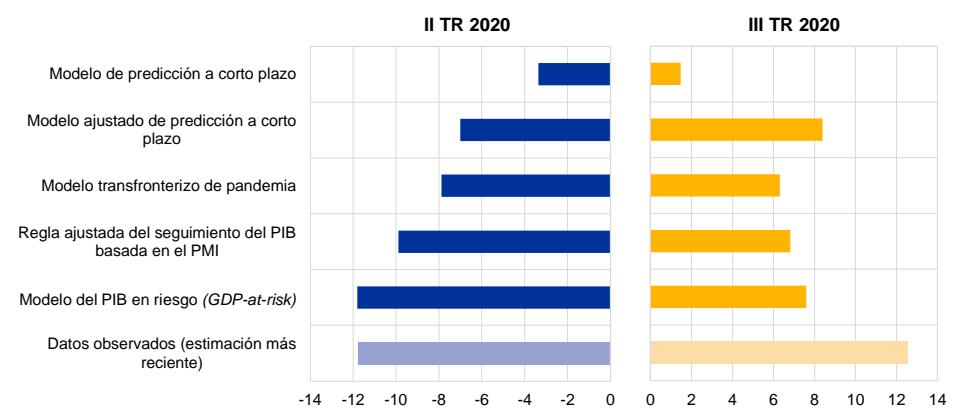
³² Véase D. Hinge, «[COVID-19 policy-making and the need for high-speed data](#)», centralbanking.com, agosto de 2020.

³³ Véase M. Baíbura y L. Saiz, «Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro en el BCE», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2020.

Gráfico B

Previsiones del crecimiento del PIB real de la zona del euro utilizando modelos no convencionales

(porcentajes; tasa de crecimiento intertrimestral)



Fuentes: Eurostat, Hale *et al.* (2020), IHS Markit, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El modelo ajustado de predicción a corto plazo incluye información procedente de pagos semanales realizados con tarjeta de crédito y otros indicadores convencionales que estaban disponibles 15 días antes de la publicación de la estimación preliminar de avance del PIB. La regla ajustada del seguimiento del PIB basada en el PMI se refiere a una regla no lineal del PMI compuesto de actividad, que tiene en cuenta la variación trimestral de este índice y el crecimiento del PIB en el trimestre precedente. En el modelo del PIB en riesgo (GDP-at-risk) se utiliza el 5 % de la cola izquierda de la distribución condicional para el segundo trimestre de 2020 y, dado el fuerte repunte esperado, el 1 % de la cola derecha de la distribución condicional para el tercer trimestre de 2020. Todas las previsiones del PIB real presentadas son estimaciones en tiempo real.

El tercer método consiste en ajustar la relación lineal entre el PIB y el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés). El PMI compuesto de actividad basado en encuestas es un índice de difusión mensual que fluctúa entre 0 y 100, y el nivel 50 indica que la producción de las empresas de los sectores manufacturero y de servicios no ha variado con respecto al mes anterior. Antes de la pandemia, una regla lineal del PMI (es decir, lo que se denomina «regla del seguimiento del PIB basada en el PMI») había funcionado razonablemente bien para predecir el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro³⁴. Sin embargo, esta relación se ha vuelto disfuncional desde que comenzó la crisis del Covid-19. Para extraer todo el contenido informativo posible del PMI se aplicaron dos tipos de ajustes. El primero consistió en considerar únicamente la cola izquierda de la distribución del crecimiento del PIB real para los dos primeros trimestres de 2020. La regla ajustada de seguimiento del PIB basada en el PMI resultante preveía, en tiempo real, un descenso del PIB real de la zona del euro del 2,7 % en el primer trimestre y del 9,8 % en el segundo. Asimismo, se esperaba que la regla lineal del PMI fallase en la estimación del rebote elástico previsto en el tercer trimestre. Por tanto, el segundo ajuste realizado consistió en extraer también la información de la variación del PMI y en tomar como punto de partida el crecimiento

³⁴ La regla lineal del PMI significa que el crecimiento del PIB real equivale al 10 % de la (media trimestral de la) diferencia del PMI con respecto a 50. Para una información más detallada sobre esta regla del seguimiento del PIB basada en el PMI, véase G. J. de Bondt, «A PMI-based real GDP tracker for the euro area», *Journal of Business Cycle Research*, Springer, Centre for International Research on Economic Tendency Surveys (CIRET), vol. 15(2), diciembre de 2019, pp. 147-170.

del PIB del trimestre anterior³⁵. Este ajuste dio como resultado un rebote estimado del 6,1 % en el tercer trimestre de 2020 (véase gráfico B).

En el último método se extrae información de los eventos de cola utilizando un modelo no lineal. Las variables económicas reaccionan de forma heterogénea en los períodos de recesión y expansión. Para abordar la no linealidad de la respuesta se empleó un modelo de PIB en riesgo (*GDP-at-risk*), que utiliza regresiones cuantílicas para vincular cada cuantil del crecimiento del PIB real (por ejemplo, el percentil 5) a una selección de variables macroeconómicas (por ejemplo, el PMI compuesto de actividad) y financieras³⁶. En el caso de estas últimas, el indicador sintético de tensión sistémica (CISS, por sus siglas en inglés) y los diferenciales corporativos sirven de medidas que aproximan las tensiones financieras y las primas de riesgo. El valor esperado del crecimiento del PIB real en el 5 % de la cola izquierda de la distribución condicional se utilizó para realizar la previsión de la extraordinaria contracción de la actividad en los dos primeros trimestres de 2020. En cambio, el valor esperado en el 1 % de la cola derecha de la distribución condicional se empleó para proyectar el repunte sin precedentes del crecimiento del PIB real del tercer trimestre. En consonancia con la naturaleza de los eventos de cola, los cuantiles extremos de la distribución del crecimiento del PIB real reflejaron razonablemente bien, en tiempo real, la dinámica de la actividad económica de los tres primeros trimestres de 2020 (véase gráfico C). Los valores esperados de estas densidades, calculadas según las colas mencionadas, caracterizan las previsiones obtenidas con el modelo del PIB en riesgo (*GDP-at-risk*). Estos valores indicaron caídas drásticas del PIB real de la zona del euro —del 2,9 % y del 11,8 % en el primer y segundo trimestre de 2020, respectivamente—, seguidas de un incremento acusado —del 7,6 %— en el tercero (véase gráfico B)³⁷.

³⁵ La regla no lineal del PMI, aplicada a datos mensuales, añade el cuadrado del PMI compuesto de actividad a la regla lineal, con esta última ajustada del 10 % al 15 %, todo ello basado en estimaciones de regresiones cuantílicas anteriores al Covid-19 utilizando las observaciones de las tasas de crecimiento que se encuentran dentro del 10 % más bajo. Una regla no lineal del PMI basada en un método de proporciones significa que el crecimiento del PIB real es equivalente a su crecimiento en el trimestre anterior multiplicado por la ratio de la medida basada en el PMI del trimestre en curso en relación con su valor en el trimestre anterior. Esta medida basada en el PMI es igual al 15 % de la (media trimestral de la) diferencia del PMI con respecto a 50, menos el 5 % de la misma diferencia en el trimestre precedente.

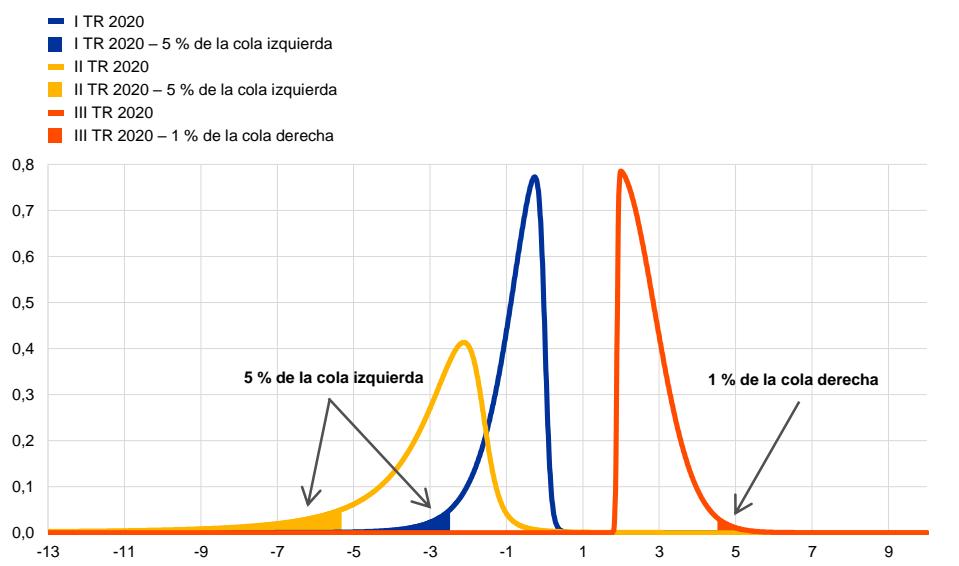
³⁶ Véase T. Adrian, N. Boyarchenko y D. Giannone, «[Vulnerable Growth](#)», *American Economic Review*, 109(4), 2019, pp.1263-89. Para su aplicación a la pandemia en un contexto de datos de panel, véase R. A. de Santis y W. van der Veken, «[Macroeconomic risks across the globe due to the Spanish Flu](#)», *Working Paper Series*, n.º 2466, BCE, noviembre de 2020. Para su aplicación a la zona del euro, véase también J. M. Figueiras y M. Jarociński, «[Vulnerable growth in the euro area: Measuring the financial conditions](#)», *Economic Letters*, vol. 191, junio de 2020.

³⁷ El 5 % de la cola derecha de la distribución condicional prevé un crecimiento del PIB real del 5,6 % en el tercer trimestre de 2020.

Gráfico C

Crecimiento en riesgo (*growth-at-risk*) del PIB real de la zona del euro en 2020

(eje de ordenadas: densidad de probabilidad; eje de abscisas: porcentajes, tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En conjunto, dado el grado excepcionalmente elevado de incertidumbre, los cuatro métodos reflejan razonablemente bien algunas de las características específicas de la pandemia. Con los dos primeros métodos se obtuvieron previsiones en tiempo real que siguen estando por debajo del patrón observado en forma de «V» muy pronunciada, pero captaron de manera más eficaz la simetría de la evolución en el segundo y tercer trimestre de 2020. Los otros dos métodos reflejaron bastante bien la magnitud del colapso de la actividad en el segundo trimestre, aunque no explicaron por completo el fuerte repunte del tercer trimestre, probablemente debido a la reacción asimétrica del PMI.

El uso de métodos no convencionales para analizar la evolución económica a corto plazo de la zona del euro en el contexto del Covid-19 exige actuar con cautela. Por un lado, algunas de las herramientas comparten el carácter *ad hoc* del análisis (por ejemplo, la selección de cuantiles extremos) y de los ajustes de las especificaciones de los modelos (como la regla del seguimiento del PIB basada en el PMI) para captar los efectos de la crisis. Por otro, algunos de los datos no convencionales (como los indicadores de alta frecuencia o el índice OSI) se caracterizan por patrones estacionales complejos o por muestras muy cortas, lo que implica que el uso de cada herramienta esté sujeto a un grado considerable de subjetividad, particularmente en lo que respecta al tipo de ajuste necesario. Algunas de estas herramientas están adaptadas específicamente a la perturbación provocada por la pandemia y pueden llegar a ser innecesarias a medida que se normalice la dinámica de la economía. Pese a sus deficiencias, han mejorado de forma significativa el conjunto de herramientas utilizadas habitualmente para la evaluación del PIB real de la zona del euro en tiempo real y seguirán empleándose para orientar el juicio experto aplicado e incluido en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y que resulta necesario para

valorar el impacto de la segunda ola de la pandemia en la economía. Como la vuelta a la «normalidad» parece improbable a corto plazo, se espera que los métodos ajustados por Covid-19 descritos sigan aportando información valiosa acerca del crecimiento del PIB real hasta que se alcance la fase de inmunidad de grupo.

4

Análisis del impacto de la pandemia de Covid-19 mediante una desagregación, ajustada por importaciones, de la demanda agregada de la zona del euro

Malin Andersson, Leyla Beck y Yiqiao Sun

En este recuadro se presenta un método alternativo para descomponer el PIB, teniendo en cuenta el hecho de que cada componente de la demanda contiene bienes y servicios importados. La desagregación estándar del PIB en componentes del gasto interno y de la demanda exterior neta permite evaluar los determinantes internos y externos del crecimiento. Habitualmente, en este tipo de desagregación la demanda exterior neta suele calcularse restando a las exportaciones totales la contribución, como agregado independiente, de las importaciones totales. Sin embargo, en realidad, las importaciones contribuyen a todos los componentes del PIB, es decir, también a la variación de existencias y a la demanda interna, y más a la inversión que al consumo privado y público. Esta práctica habitual en la contabilidad nacional tiene, por tanto, una limitación en el sentido de que amplifica la aportación de la demanda puramente interna al crecimiento del PIB, mientras que reduce la influencia que ejercen los factores externos en la actividad económica interna.

En una medida del PIB ajustada por importaciones, estas se asignan a cada componente del gasto y se sustraen de dicho componente en función de su intensidad importadora respectiva. Este método alternativo puede arrojar luz sobre dos mecanismos de propagación que están influyendo durante la perturbación provocada por el coronavirus (Covid-19) que, de otro modo, pasarían inadvertidos. En primer lugar, tiene en cuenta el impacto de las importaciones directas e intermedias de países de fuera de la zona del euro en la demanda interna —que también se ha visto afectada por las medidas de confinamiento adoptadas a escala global— considerando la intensidad importadora de los componentes. En segundo lugar, pone de relieve el papel que desempeñan los factores externos en las exportaciones, que se hace más visible cuando de las exportaciones totales a países fuera de la zona del euro se deducen únicamente las importaciones procedentes de estos Estados. En este recuadro se proporciona evidencia de la importancia de la intensidad importadora en la descomposición de la dinámica de crecimiento económico de la zona del euro durante la pandemia. A continuación, se presenta una extensión de este análisis basado en aproximaciones (*proxies*) sectoriales para ajustar las posibles variaciones de la intensidad importadora de los distintos componentes del gasto en el período de la pandemia.

La desagregación del PIB de la zona del euro ajustada por la intensidad importadora extra-UEM³⁸ muestra que el contenido importador de la demanda interna ha sido un factor importante que ha contribuido a intensificar las fluctuaciones de la demanda interna en 2020. Sobre la base de la definición tradicional del PIB utilizada en la contabilidad nacional, la demanda interna de la zona del euro contribuyó con 14 puntos porcentuales al descenso acumulado del 15 % en la producción de la zona en la primera mitad de 2020 y con 11,3 puntos porcentuales al incremento intertrimestral del 12,5 % registrado en el tercer trimestre de 2020 (véase el panel a del gráfico A). El ajuste de los componentes del gasto en 2020 teniendo en cuenta la intensidad importadora en 2019 muestra una aportación de la demanda puramente interna a las pérdidas económicas más limitada en la primera mitad del año, así como una contribución mayor de las exportaciones (véase el panel b del gráfico A). En el repunte posterior, la demanda interna se incrementó menos aplicando este ajuste que según la desagregación tradicional. En conjunto, la comparación revela que, debido a los vínculos *input-output*, durante la pandemia, la economía de la zona del euro ha estado más expuesta a las perturbaciones externas de lo que sugiere la desagregación tradicional³⁹. Esto se debe a que, a través de las cadenas globales de valor, las importaciones dependen intrínsecamente de los patrones de producción interna. Además, las perturbaciones externas pueden propagarse y amplificarse como consecuencia de las complementariedades que pueden surgir entre sectores por la presencia de vínculos *input-output*⁴⁰. La intensidad de las importaciones directas e intermedias de los componentes del PIB puede calcularse a partir de los datos anuales de las tablas *input-output*⁴¹ de Eurostat correspondientes a la zona del euro, disponibles para el período comprendido entre 2005 y 2019. Las estimaciones resultantes muestran que la intensidad importadora ha sido particularmente elevada en las exportaciones y la inversión, algo más baja en el consumo privado y especialmente reducida en el gasto en consumo público (véase el panel a del gráfico B). También es considerablemente mayor en las manufacturas que en los servicios.

³⁸ La desagregación del PIB ajustada por importaciones muestra la importancia de las exportaciones a países de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en la recuperación observada desde 2013; véase «*The importance of external and domestic stimuli for the economic upturn in the euro area*», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, agosto de 2017. La composición de la demanda ajustada por importaciones también desempeñó un papel clave en la evolución del comercio durante la crisis financiera global, según M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri y N. Yamano, «*Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009*», *American Economic Journal*, vol. 5, n.º 3, pp. 118-151.

³⁹ Esto es acorde con conclusiones anteriores sobre la importancia de las cadenas globales de valor para la evolución del comercio mundial durante la pandemia; véase el recuadro titulado «*El fuerte desplome del comercio en 2020 y el papel amplificador de las cadenas globales de valor*», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

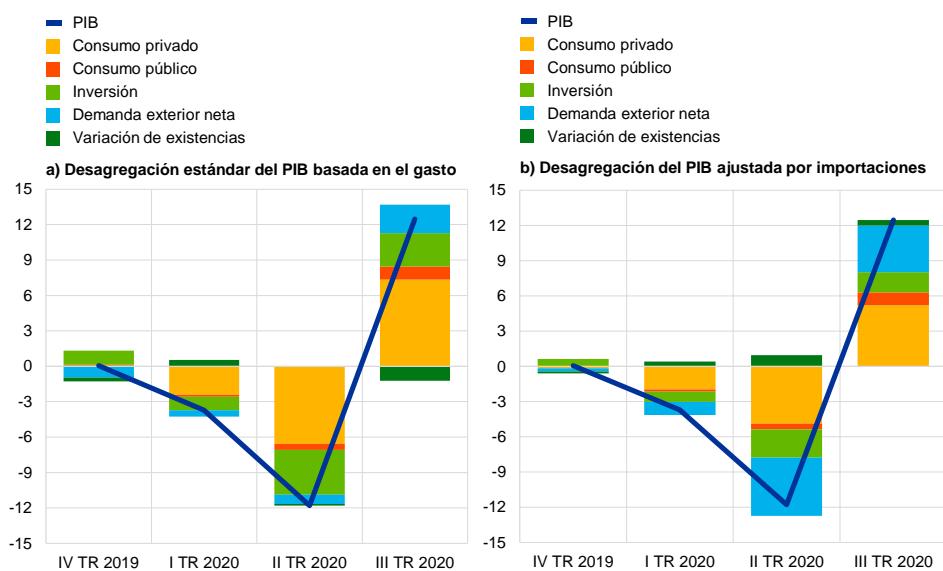
⁴⁰ Véanse, por ejemplo, V. Guerreri, G. Lorenzoni, L. Straub e I. Werning, «*Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?*», *NBER Working Paper Series*, n.º w26918, National Bureau of Economic Research, 2020, y D. Acemoğlu, U. Akcigit y W. Kerr, «*Networks and macroeconomic shocks*», *VoxEU*, 2016.

⁴¹ Los datos de las tablas *input-output* simétricas (producto a producto) de Eurostat correspondientes a 2005-2019 permiten calcular la intensidad importadora por componente de la demanda y por sector.

Gráfico A

Crecimiento del PIB real de la zona del euro y de sus componentes desde el cuarto trimestre de 2019

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: El método de desagregación estándar del PIB por partidas de gasto es el que se utiliza en los datos de las cuentas nacionales. Las importaciones totales de países no pertenecientes a la zona del euro se deducen de las exportaciones de fuera de la zona del euro para calcular la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. Panel b: La desagregación del PIB ajustada por importaciones se calcula en tres pasos. Primeramente, se calcula la intensidad importadora anual de cada componente del gasto utilizando los datos de las tablas *input-output* simétricas (producto a producto) de Eurostat para la zona del euro. Segundo, los valores de la intensidad importadora se utilizan como ponderaciones para estimar los verdaderos flujos de importaciones nominales de países de fuera de la zona del euro para el consumo privado, el consumo público, la inversión y las exportaciones. Como no es posible calcular el contenido importador de la variación de existencias, se considera que es del 50 %. Tercero, los flujos de importaciones estimados se deducen por separado de cada componente del gasto, en términos tanto nominales como reales, y se calcula la contribución, ajustada por importaciones, de cada componente al crecimiento. Obsérvese que los flujos de importaciones nominales totales obtenidos a partir de los datos de las tablas *input-output* no siempre son compatibles con los flujos de importaciones totales extraídos de las cuentas nacionales. Esto implica que es necesario realizar supuestos adicionales para calcular la descomposición final del PIB ajustada por importaciones.

Es probable que la intensidad importadora extra-UEM haya cambiado durante la pandemia. El ajuste por importaciones que se muestra en el panel b del gráfico A se basa en los valores de la intensidad importadora anteriores a la crisis y en el supuesto de que la intensidad importadora de la demanda interna no se ve afectada por la pandemia. Sin embargo, aunque dicha intensidad se ha mantenido en niveles relativamente estables en épocas normales, tiende a variar en mayor medida en las recesiones (véase el panel a del gráfico B)⁴². Una tendencia gradual al alza en épocas normales reflejaría una mayor globalización, la ampliación de las cadenas globales de valor y la especialización internacional, lo que se plasmaría en unas tasas de avance del comercio superiores al crecimiento de la demanda interna⁴³.

⁴² Véase R. Bems, R. C. Johnson y K. -M. Yi, «Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession», *IMF Working Papers*, n.º WP/10/142, junio de 2010.

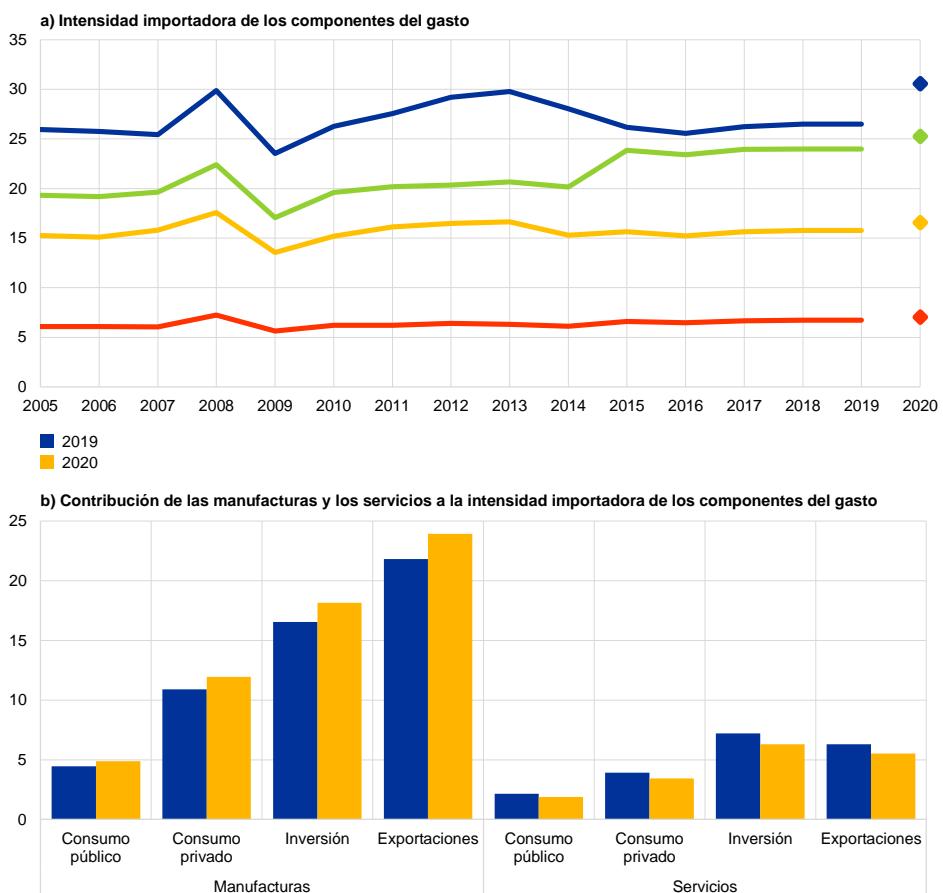
⁴³ Véase H. Kranendonk y J. Verbruggen, «Decomposition of GDP Growth in Some European Countries and the United States», *De Economist*, vol. 156, n.º 3, Springer, 2008, pp. 295-306.

Gráfico B

Intensidad importadora de los componentes del gasto del PIB y en los principales sectores

(porcentajes; contribuciones en puntos porcentuales)

- Exportaciones
- Consumo privado
- Consumo público
- Inversión



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, la intensidad importadora se expresa como la suma de la intensidad de las importaciones directas y las intermedias. Los valores de la intensidad importadora correspondientes a 2020, señalados con rombos, son una aproximación calculada a partir de la variación de la ratio de importaciones sobre el valor añadido en los componentes del gasto, de acuerdo con los datos de comercio y del valor añadido para los tres primeros trimestres de 2020. Los valores correspondientes a 2020 del panel b son aproximaciones (*proxies*) de la contribución de los sectores manufacturero y de servicios, respectivamente, a la intensidad importadora global de los distintos componentes del gasto. Los datos de 2020 se basan en la media de los tres primeros trimestres del año. La magnitud y la variación de la contribución de la agricultura y la construcción a la intensidad importadora de los distintos componentes del gasto son muy inferiores y se han omitido.

Durante la pandemia de Covid-19, la intensidad importadora extra-UEM parece haber crecido ligeramente en el sector manufacturero, mientras que en los servicios se ha reducido. Como aún no se dispone de los datos de las tablas *input-output* de Eurostat para 2020, para evaluar el posible impacto de la pandemia hasta el tercer trimestre de 2020 se utiliza la ratio de importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro en cuanto a sector sobre el valor añadido en dichos sectores como aproximación (*proxy*) de la intensidad importadora respectiva⁴⁴. Curiosamente, estos datos muestran que, en general, durante la

⁴⁴ Cuando se publiquen las tablas *input-output* de Eurostat correspondientes a 2020, posiblemente en el verano de 2021, se dispondrá de más información sobre la evolución de la intensidad importadora.

pandemia —incluido el repunte del tercer trimestre— las manufacturas experimentaron una pérdida acusada de valor añadido tras la perturbación de oferta causada por los cierres que afectaron a toda la economía, mientras que la reducción de las importaciones fue menor. Esto implica que la intensidad importadora aumentó en el sector manufacturero (véase el panel b del gráfico B). En cambio, en los servicios la caída de las importaciones de países de fuera de la zona del euro en ese período superó la pérdida de valor añadido, debido al impacto particularmente negativo que el turismo y los viajes⁴⁵ tuvieron sobre las importaciones. Como las manufacturas suponen una proporción mucho mayor que los servicios en el contenido importador de todos los componentes del gasto, la intensidad importadora global se incrementó durante los tres primeros trimestres de 2020. Con todo, este posible aumento del contenido importador no habría afectado de forma significativa al resultado de la desagregación del PIB ajustada por importaciones si se compara con el que se muestra en el panel b del gráfico A.

En conclusión, el uso de la intensidad importadora para separar las contribuciones internas y externas al crecimiento de la zona del euro sugiere que la aportación externa en los tres primeros trimestres de 2020 fue mayor en términos absolutos, de lo que indica la desagregación tradicional, mientras que la influencia de la demanda interna fue menor. Una aproximación basada en datos recientes que captan las variaciones de la contribución de los sectores manufacturero y de servicios durante la pandemia señala que, en términos agregados, la intensidad importadora podría haber crecido durante la crisis. Sin embargo, este cambio en el contenido importador no habría incidido de forma significativa en la desagregación ajustada por importaciones.

⁴⁵ Véanse los recuadros titulados «[El impacto de las medidas de confinamiento por el Covid-19 sobre el comercio de servicios de turismo y viajes](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020, y «[Evolución del sector turístico durante la pandemia de Covid-19](#)» en este Boletín Económico.

5

Evolución del sector turístico durante la pandemia de Covid-19

Vanessa Gunnella, Georgi Krustev y Tobias Schuler

Un aspecto destacado de la pandemia de coronavirus (Covid-19) ha sido la intensa y acusada reducción de la movilidad, que ha provocado un desplome del turismo, del comercio de servicios de turismo y viajes, y del consumo por parte de no residentes. Los confinamientos y las medidas de distanciamiento social generaron una fuerte caída del consumo de servicios, que, en otras circunstancias, suele mantenerse estable. En este recuadro se hace balance de la evolución del sector turístico, se examina su diferente impacto sobre el consumo en los distintos países y se consideran las perspectivas de recuperación del turismo y los viajes a corto plazo.

El desplome del turismo y los viajes, reflejo de las restricciones y de la incertidumbre en relación con la circulación de personas entre países (debido, por ejemplo, a medidas de cuarentena), se tradujo en un colapso del consumo por parte de no residentes. Los efectos de este colapso se pueden apreciar analizando la diferencia entre el consumo interno y el consumo nacional (véase el panel a del gráfico A). El primero incluye el consumo de no residentes, mientras que el segundo solo se refiere al de los residentes⁴⁶. Por ejemplo, en Italia y España, el consumo interno de no residentes se redujo más del 90 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2020, y el gasto en consumo en el exterior de los residentes en estos países registró descensos similares, de una magnitud muy superior a la caída del consumo nacional.

Como consecuencia de la reducción de los desplazamientos transfronterizos, las brechas de consumo —el exceso de consumo interno con respecto al consumo nacional debido al gasto neto de no residentes— prácticamente desaparecieron en el segundo trimestre de 2020 (véase el panel b del gráfico A)⁴⁷. En otras palabras, el turismo ha actuado como canal de amplificación de las perturbaciones durante la pandemia de Covid-19 en los países exportadores netos de servicios de turismo y viajes (es decir, aquellos que reciben muchos turistas, como España, Grecia y Portugal) —ya que registraron una contracción intensa del consumo privado interno—, y como canal de amortiguación de las perturbaciones en los países importadores netos de estos servicios (por ejemplo,

⁴⁶ El concepto nacional de gasto en consumo privado (GCP) recoge el gasto en consumo privado de los residentes en un país, con independencia de si dicho gasto se produce dentro o fuera del país. El GCP nacional es el concepto utilizado para presentar el consumo privado total de los hogares por el lado del gasto del PIB en las cuentas nacionales. El GCP interno amplía el concepto del GCP nacional con el saldo neto del gasto que realizan en el país los no residentes menos el gasto que efectúan en el extranjero los residentes. Para más información sobre las diferencias entre estos conceptos, véase el recuadro 1 del artículo titulado «*El consumo de bienes duraderos en la zona del euro*», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

⁴⁷ Las brechas de consumo, tal como se definen en este recuadro —es decir, la diferencia entre el GCP interno y el GCP nacional—, además del gasto en turismo, incluyen otros intercambios comerciales transfronterizos de servicios, como el gasto en educación y en sanidad.

Alemania)⁴⁸. Más concretamente, en el caso de los países con un saldo acreedor neto en los servicios de turismo y viajes, el desplome del gasto en consumo de los no residentes hizo que el consumo interno disminuyera en mayor medida que el consumo nacional, mientras que en los países con un saldo deudor neto en estos servicios antes de la irrupción de la pandemia de Covid-19 sucedió lo contrario. Este patrón también se refleja en el acusado deterioro del saldo del comercio de servicios de turismo y viajes de los países exportadores netos de dichos servicios y en la mejora del saldo de los importadores netos (véase el panel a del gráfico A). Los datos disponibles para el tercer trimestre de 2020 muestran un retorno parcial e incompleto de las brechas de consumo a los niveles observados antes de la pandemia.

⁴⁸ Para más detalles sobre los viajes y el turismo como parte de los intercambios comerciales de servicios de la zona del euro, véase el recuadro titulado «[El impacto de las medidas de confinamiento por el Covid-19 sobre el comercio de servicios de turismo y viajes](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

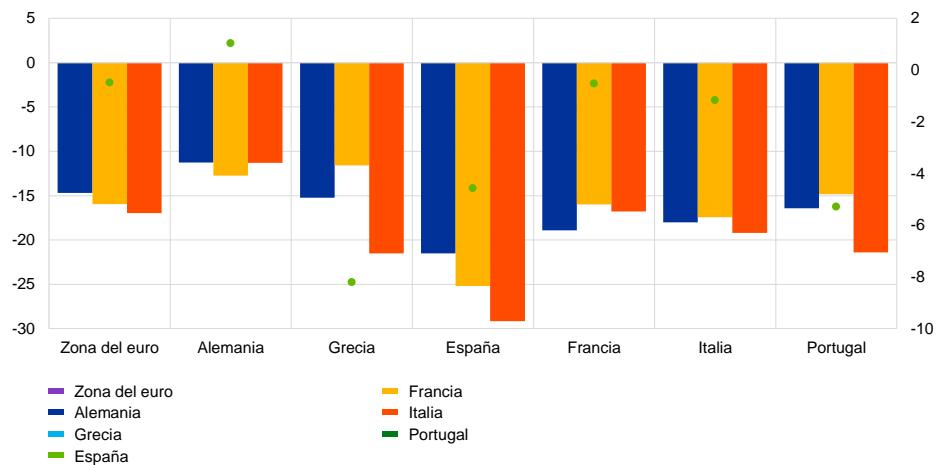
Gráfico A

Gasto en consumo privado (GCP) nacional e interno y comercio de servicios de turismo y viajes

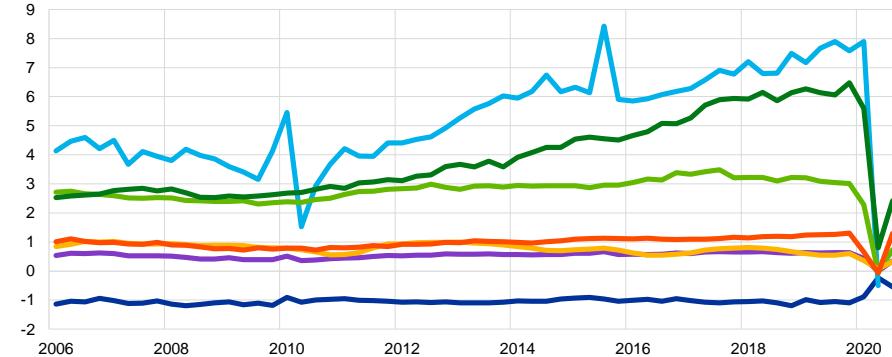
(panel a: tasas de variación interanual en porcentaje [escala izquierda] y en porcentaje del PIB [escala derecha] en el segundo trimestre de 2020; panel b: porcentaje del PIB)

- PIB
- GCP nacional
- GCP interno
- Saldo del comercio de servicios de turismo y viajes (escala derecha)

a) PIB real, GCP nacional e interno, y comercio de servicios de turismo y viajes



b) Brechas de gasto en consumo privado



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

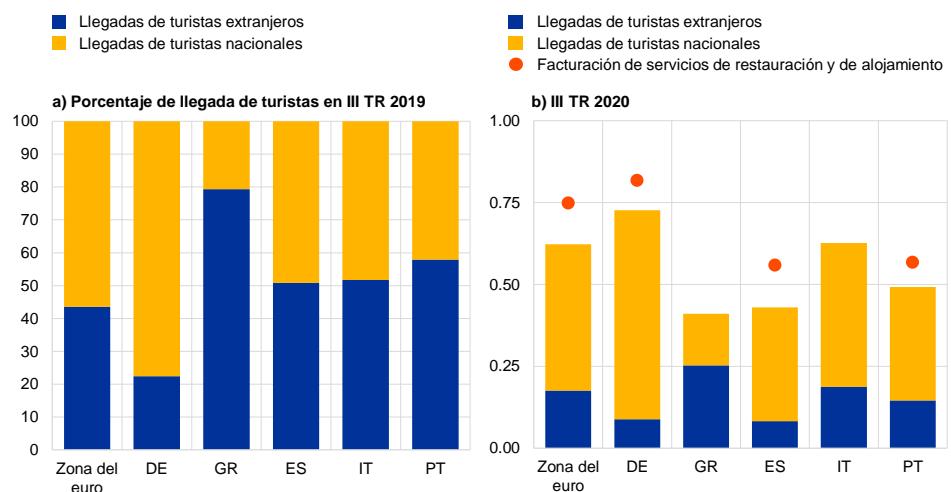
Notas: «Zona del euro» representa el agregado de la zona del euro. En el panel a, el saldo del comercio de servicios de turismo y viajes se muestra en porcentaje del PIB. En el panel b, las brechas de GCP se calculan como la diferencia entre el GCP interno y el GCP nacional, que corresponde al saldo neto del gasto interno realizado por no residentes menos el gasto efectuado en el exterior por residentes. En el panel b, las últimas observaciones se refieren al tercer trimestre de 2020, excepto para Grecia. Para la zona del euro, la estimación del tercer trimestre de 2020 se basa en información disponible parcialmente de los países de la zona, y no incluye datos sobre Grecia y Luxemburgo.

Pese al repunte parcial observado, los datos disponibles muestran que el turismo extranjero se mantuvo deprimido en el tercer trimestre de 2020. Los datos sobre llegadas de turistas extranjeros continuaron arrojando cifras considerablemente bajas si se comparan con la situación anterior a la irrupción del Covid-19 (véase el panel b del gráfico B). En cambio, el turismo nacional mostró una capacidad de resistencia relativa y pudo compensar, en parte, la pérdida de turismo extranjero, aunque permaneció por debajo de los niveles de 2019. Durante el verano, los destinos de corta distancia fueron más demandados y varios Gobiernos

pusieron en marcha iniciativas de promoción turística⁴⁹. Con todo, los últimos datos sugieren una recuperación frágil e incompleta. En la zona del euro, las llegadas de turistas se redujeron en dos tercios con respecto a las registradas un año antes. En los países que dependen de la llegada de turistas extranjeros, como Grecia y Portugal (véase el panel a del gráfico B), el turismo permanece todavía muy por debajo de los niveles normales. De igual modo, la facturación de los servicios de restauración —y, en menor medida, de los de alojamiento— se recuperó gracias al apoyo de los turistas nacionales y de la población local, pero siguió en cotas muy reducidas.

Gráfico B Llegadas de turistas y facturación de servicios

(panel a: porcentaje del total; panel b: ratio en relación con el mismo trimestre del año anterior)



Fuente: Eurostat.

Notas: Por razones relacionadas con la disponibilidad de datos, las ratios de llegadas de turistas se refieren a agosto y septiembre en el caso de Grecia. No se dispone de las ratios de facturación de servicios de alojamiento y restauración para Grecia e Italia.

Tras el rebrote generalizado de casos de Covid-19, la mayoría de los países de la zona del euro han vuelto a imponer restricciones desde octubre de 2020.

Actualmente, los viajeros deben someterse a una prueba o a una cuarentena en la mayor parte de los países, y solo se permite la entrada a personas procedentes de países no pertenecientes a la UE considerados seguros⁵⁰. En la mayoría de los países de la zona, los Gobiernos volvieron a imponer toques de queda y cerraron atracciones turísticas y espacios de ocio como museos, teatros, bares y restaurantes. Es probable que las restricciones a los viajes que se han reintroducido desde octubre impliquen que la sustitución del turismo extranjero por el nacional seguirá influyendo en la evolución de los servicios turísticos a corto plazo. Las restricciones más recientes también pueden alterar el impacto geográfico

⁴⁹ En Italia y Grecia se introdujeron incentivos económicos para promocionar el turismo nacional, mientras que otros Gobiernos pusieron en marcha campañas publicitarias. Véase Organización Mundial del Turismo, «[Understanding Domestic Tourism and Seizing its Opportunities](#)», *UNWTO Briefing Note – Tourism and COVID-19*, n.º 3, Madrid, septiembre de 2020.

⁵⁰ El Consejo de la Unión Europea ha publicado una [lista](#) de países no pertenecientes a la UE seguros desde el punto de vista epidemiológico. Esta lista se revisa periódicamente y, en caso necesario, se actualiza. Muchos países de la zona del euro han levantado las restricciones aplicadas a países de la lista.

de la crisis en el sector, ya que los destinos de turismo invernal se verán más seriamente afectados en esta ocasión.

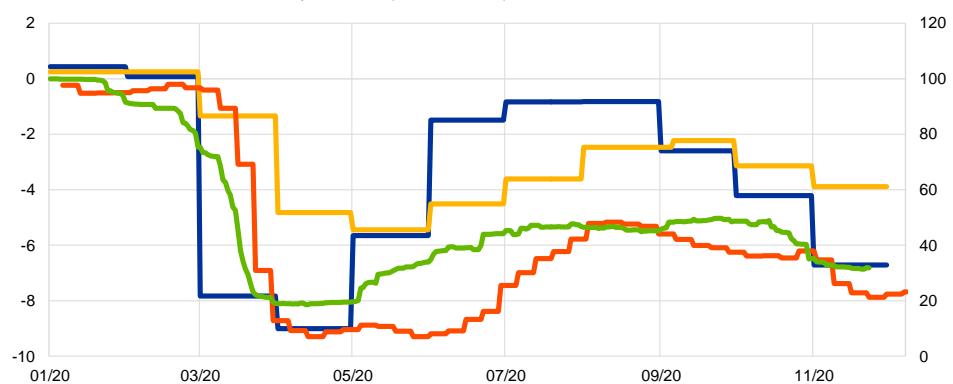
Los indicadores adelantados apuntan a un nuevo deterioro del sector del turismo como consecuencia de la reintroducción de restricciones (véase gráfico C). Debido a las prohibiciones de viajar, a las restricciones y a las nuevas medidas de confinamiento (representadas por la línea de color verde), los desplazamientos disminuyeron tras el verano, y los efectos confianza están frenando considerablemente las reservas. Muestra de ello es la reversión de la recuperación de la capacidad de transporte aéreo (línea de color rojo) de los países de la zona del euro. Según los últimos datos disponibles, esta capacidad se sitúa actualmente en torno al 25 % de los niveles anteriores a la crisis del Covid-19. Indicadores adelantados, como el PMI de nuevos pedidos de los sectores turístico y de actividades recreativas, volvieron a retroceder en noviembre y permanecen en terreno contractivo. La confianza de los servicios de alojamiento también continúa siendo baja y se mantiene muy por debajo de su media histórica, como sugiere el indicador de confianza correspondiente de la Comisión Europea.

Gráfico C

Evolución más reciente del turismo

(escala izquierda: Índice normalizado; escala derecha: porcentaje en relación con el mismo período del año anterior)

- PMI (nuevos pedidos de los sectores turístico y de actividades recreativas) (escala izquierda)
- Servicios de alojamiento (escala izquierda)
- Transporte aéreo (escala derecha)
- Índice de severidad – valor complementario (escala derecha)



Fuentes: Markit, HAVER, Comisión Europea, OAG, Eurostat y Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

Notas: El PMI se refiere a la UE. Los servicios de alojamiento se miden por el indicador de confianza europeo. Los datos sobre transporte aéreo se refieren únicamente a Alemania, España, Francia e Italia. El índice de severidad es una media de los países de la zona del euro ponderada por el porcentaje de llegadas de turistas en 2019. Se presentan valores complementarios (valor de 100, donde 100 es el máximo grado de severidad) del índice de severidad, de forma que un aumento de la serie corresponde a una relajación de las medidas y un descenso a una mayor severidad.

6

Los efectos a largo plazo de la pandemia: resultados de una encuesta a empresas líderes

Eduardo Maqui y Richard Morris

En este recuadro se resumen las conclusiones de una encuesta *ad hoc* sobre los efectos a largo plazo de la pandemia de coronavirus (Covid-19) en la economía realizada por el BCE a empresas líderes de la zona del euro. Aunque la pandemia de Covid-19 ha provocado el mayor retroceso a corto plazo de la actividad económica observado en siglos, también ha traído consigo cambios en la forma de operar de las empresas y en el comportamiento de los consumidores, y es probable que algunos de ellos perduren tras la crisis actual. Estos cambios, a su vez, pueden influir en agregados como el producto, el empleo y los precios —y en la relación entre ellos— a largo plazo⁵¹.

El principal objetivo de la encuesta era averiguar cómo perciben las empresas líderes de la zona del euro el impacto a largo plazo de la pandemia de Covid-19 en su negocio. A los efectos de la encuesta, el largo plazo se define como «una nueva normalidad cuando —como consecuencia, por ejemplo, del desarrollo de una vacuna o de un tratamiento más efectivo— la economía deje de verse sometida a disruptiones significativas o a cambios abruptos derivados del virus o de las medidas necesarias para contenerlo». La encuesta se dividió en tres partes. En la primera se preguntaba a los participantes acerca de los posibles efectos a largo plazo que esperaban que tuviera la pandemia de Covid-19 en su negocio, por ejemplo, en la organización de su empresa o los mercados en los que opere. En la segunda parte, los encuestados debían indicar si estaban de acuerdo o en desacuerdo con una serie de afirmaciones relacionadas con la «nueva normalidad» inducida por la pandemia, y en la tercera se incluían preguntas sobre el impacto esperado a largo plazo en agregados como las ventas, el empleo y los precios. Se recibieron respuestas de 72 empresas no financieras líderes, divididas en un 60 % y un 40 %, aproximadamente, entre los sectores «industrial» y de «servicios». Al interpretar los resultados se ha de tener en cuenta que es muy probable que el tamaño y la distribución de las actividades de estas empresas hagan que estén mejor capacitadas que otras para responder a los retos planteados por la pandemia.

El aumento del teletrabajo y la aceleración de la digitalización fueron los efectos a largo plazo de la pandemia por el lado de la oferta mencionados con más frecuencia. Los encuestados debían indicar brevemente, por orden de importancia, hasta tres aspectos en los que la pandemia causaría un impacto a largo plazo en su negocio, por ejemplo, en relación con la organización de su empresa o los mercados en los que opera. En el gráfico A se resumen las respuestas recibidas a esta pregunta abierta. Más del 40 % de los participantes en la encuesta mencionaron un mayor uso del teletrabajo, mientras que casi el mismo

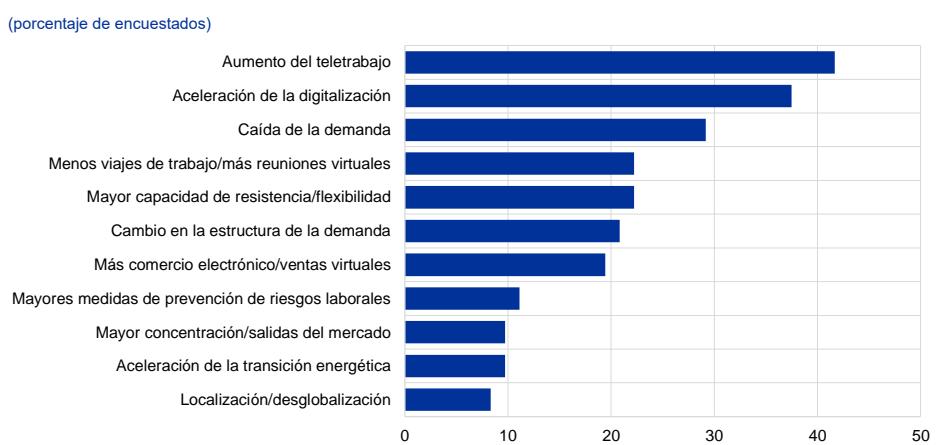
⁵¹ Para conocer un estudio reciente de los efectos a largo plazo de pandemias anteriores y su comparación con los de conflictos bélicos, véase Ò. Jordà, S. R. Singh y A. M Taylor, «The Longer-Run Economic Consequences of Pandemics», Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper Series*, n.º 9, 2020.

porcentaje señaló que la pandemia había hecho que su empresa acelerara la adopción de tecnologías digitales, lo que cambiará su forma de operar a largo plazo. Alrededor de una quinta parte de los encuestados indicaron una disminución más permanente de los viajes de trabajo o un aumento de las reuniones virtuales, y una proporción similar señaló un incremento del comercio electrónico o, en las relaciones entre empresas, de las «ventas virtuales». Aproximadamente la quinta parte de los participantes destacaron que las medidas adoptadas en respuesta a la pandemia incrementarían la capacidad de resistencia o la flexibilidad de su empresa a largo plazo.

Una proporción significativa de los encuestados mencionaron la caída de la demanda o cambios en la estructura de la demanda como motivos de especial preocupación. Casi el 30 % indicaron que la disminución de la demanda de sus productos o servicios era una de las principales repercusiones a largo plazo de la pandemia para su negocio, mientras que más del 20 % señalaron cambios duraderos en la estructura de la demanda. Esto parece reflejar, en gran medida, la opinión de que algunos de los cambios en los hábitos de vida y de trabajo inducidos por la pandemia —en especial, el aumento de la actividad y del consumo *on line*, y el consiguiente descenso de los desplazamientos— se afianzarán.

Gráfico A

Principales efectos a largo plazo de la pandemia indicados por empresas líderes



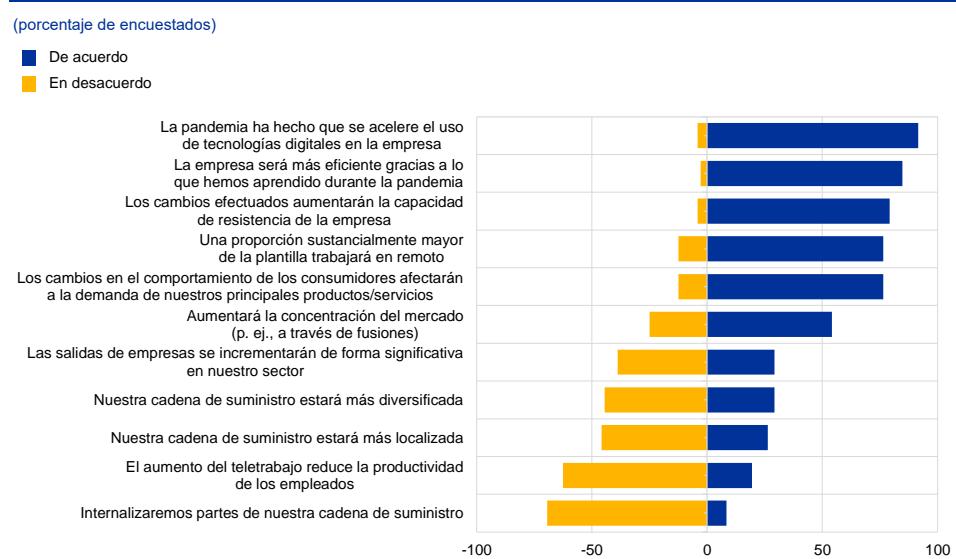
Notas: La pregunta planteada a los encuestados fue la siguiente: «¿Qué efectos a largo plazo, si los hubiese, espera que tenga la pandemia de Covid-19 en su negocio (por ejemplo, en la organización de su empresa o los mercados en los que opera)? Indique hasta tres impactos por orden de importancia». Posteriormente, las respuestas se agruparon por categorías.

Más de tres cuartas partes de los encuestados se mostraron de acuerdo en que la eficiencia y la capacidad de resistencia de su negocio aumentarían tras la pandemia. En el gráfico B se resumen las respuestas a la pregunta de si estaban de acuerdo o en desacuerdo con una serie de afirmaciones cuyo objetivo era analizar determinadas narrativas relacionadas con la «nueva normalidad» inducida por la pandemia. Más del 75 % de los participantes estaban de acuerdo en que las lecciones aprendidas durante la pandemia incrementarían la eficiencia de su negocio y en que los cambios efectuados aumentarían su capacidad de resistencia. Nueve de cada diez encuestados confirmaron que habían acelerado el uso de tecnologías digitales o de la automatización, mientras que más de tres cuartas partes coincidieron en que una proporción sustancialmente más elevada de la

plantilla seguiría trabajando a distancia. Alrededor del 60 % de los participantes estuvieron en desacuerdo cuando se les preguntó sobre si el aumento del teletrabajo reducía la productividad, frente al 20 % de los que estuvieron de acuerdo con la afirmación. En este sentido, aunque la menor interacción informal y personal se consideraba un aspecto negativo, también se percibían muchas ventajas, entre ellas la disminución de la pérdida de tiempo en desplazamientos al lugar de trabajo, la posibilidad de compaginar mejor los compromisos familiares y los profesionales, y la mayor conectividad⁵².

Gráfico B

Análisis de narrativas relacionadas con los efectos a largo plazo de la pandemia



Notas: La pregunta planteada a los encuestados fue la siguiente: «Indique si está de acuerdo o en desacuerdo con las siguientes afirmaciones sobre los efectos a largo plazo de la pandemia de Covid-19». Los participantes podían responder: i) de acuerdo; ii) en desacuerdo, o iii) no está seguro o no es pertinente. En el gráfico, a la respuesta «de acuerdo» se le asigna una puntuación de 1, y a «en desacuerdo» una puntuación de -1.

Los encuestados consideraban que la pandemia cambiaría el comportamiento de los consumidores a largo plazo y que era probable que condujera a un aumento de la concentración del mercado, mientras que su impacto sobre las cadenas de suministro sería mucho menor. Tres cuartas partes de los encuestados se mostraron de acuerdo en que los cambios en el comportamiento de los consumidores derivados de la pandemia afectarían a la demanda de su principal producto o servicio a largo plazo. Más de la mitad pensaba que aumentaría la concentración del mercado en su sector (frente a una cuarta parte que estaba en desacuerdo con esta afirmación) y que habría más fusiones de empresas que salidas del mercado. A la pregunta sobre el impacto a largo plazo en las cadenas de suministro, la mayor parte de los participantes de las empresas para las que estas preguntas eran pertinentes estuvieron en desacuerdo con la afirmación de que su

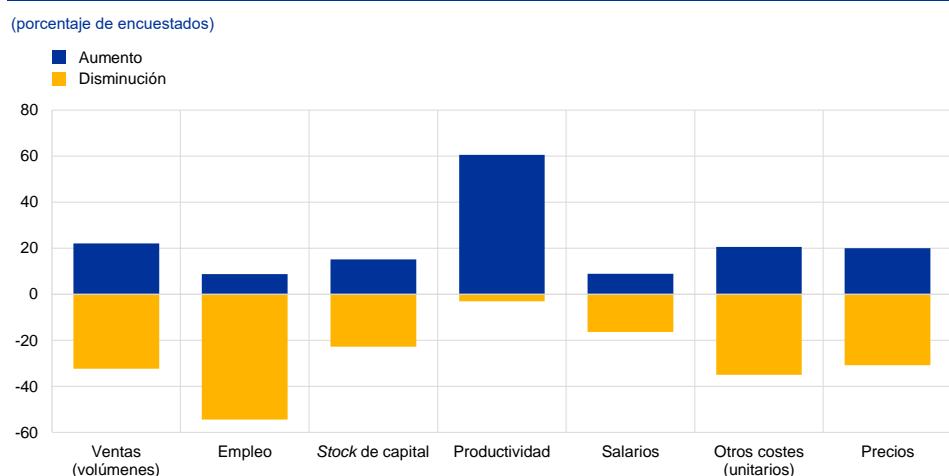
⁵² Se observó, por ejemplo, que, como consecuencia del teletrabajo, los empleados estaban ahora casi siempre accesibles, mientras que en el pasado no era el caso, debido a los desplazamientos al lugar de trabajo o a los viajes de trabajo. También se observó que algunas funciones, como las ventas, habían pasado a ser mucho más productivas cuando se realizaban virtualmente.

cadena de suministro estaría más diversificada o localizada, y una gran mayoría no consideraban que su empresa trataría de internalizar más partes de la cadena.

La mayoría de los encuestados consideraban que la pandemia tendría un impacto positivo a largo plazo en la productividad, pero un efecto negativo en el empleo. En cuanto a la valoración de los participantes en la encuesta del efecto global a largo plazo de la pandemia sobre una selección de agregados, el 60 % señalaron que la productividad aumentaría en su empresa o sector, mientras que prácticamente ninguno pensaba que la productividad disminuiría. Por el contrario, el 55 % preveían que tendría un impacto negativo a largo plazo sobre el empleo, frente al 10 % de los que indicaron un efecto positivo. Esto parece reflejar cómo han aprendido las empresas a mantener la producción pese a las restricciones impuestas sobre el factor trabajo como consecuencia del distanciamiento social y gracias a la identificación de mejoras de eficiencia asociadas. Por otra parte, una proporción relativamente escasa de los encuestados consideraban que la pandemia tendría efectos a largo plazo en el *stock* de capital de la empresa. En general, el efecto a largo plazo de la pandemia previsto en las ventas (volúmenes), en los precios y en los costes sería ligeramente negativo, aunque la mayoría de los encuestados afirmaron que no preveían ningún efecto a largo plazo o que no estaban seguros.

Gráfico C

Opinión de los encuestados sobre el efecto a largo plazo de la pandemia en algunas magnitudes del negocio



Notas: La pregunta planteada fue la siguiente: «Pensando en su empresa/sector ¿cómo valoraría los efectos globales a largo plazo de la pandemia de Covid-19 en las siguientes magnitudes?». Los participantes podían responder: i) aumento; ii) disminución; iii) sin variación, o iv) no sabe. En el gráfico, a la respuesta «aumento» se le asigna una puntuación de 1, y a «disminución», una puntuación de -1.

¿Pueden los datos sobre salarios negociados contribuir al análisis de la dinámica salarial durante la pandemia de Covid-19?

Gerrit Koester, Nicola Benatti y Aurelian Vlad

La confluencia de las consecuencias económicas de la pandemia de coronavirus (Covid-19) y de las medidas de respuesta adoptadas hace difícil interpretar la evolución del mercado de trabajo, incluida la dinámica de los salarios. Por ejemplo, los cambios sustanciales observados en las horas trabajadas por persona ocupada en los últimos trimestres, junto con la aplicación generalizada de programas de regulación temporal de empleo y las dificultades relacionadas con su registro estadístico, complican la interpretación de indicadores salariales como la «remuneración por hora trabajada» o la «remuneración por asalariado»⁵³. El indicador de salarios negociados del BCE refleja el resultado de los procesos de negociación colectiva y no se ve afectado directamente por estos factores especiales⁵⁴. Asimismo, suele publicarse en torno a un mes antes que los indicadores salariales basados en las cuentas nacionales trimestrales. Cabe señalar, no obstante, que la pandemia también puede haber tenido un impacto en las propiedades del indicador de los salarios negociados, ya que se están firmando menos convenios colectivos que en circunstancias normales. En este recuadro se considera el papel que puede desempeñar el indicador de salarios negociados en el análisis y en las previsiones de la evolución salarial en la coyuntura actual.

Aunque los datos sobre los salarios negociados están disponibles con más prontitud, su crecimiento suele reaccionar con cierto desfase a los cambios en las condiciones del mercado de trabajo. Los cambios en el desempleo resultantes del tensionamiento del mercado laboral suelen tardar en reflejarse en las negociaciones salariales. Así pues, el indicador de salarios negociados tiende a reaccionar con un desfase de varios trimestres a la evolución cíclica de este mercado (véase gráfico A). Esto se debe a los procesos de negociación colectiva de los principales países de la zona del euro (que se desarrollan, en su mayoría, a escala sectorial), con fechas de inicio y duraciones distintas y en los que, con frecuencia, los salarios se fijan para períodos superiores a un año. En consonancia con este rasgo institucional, la evolución reciente del crecimiento de los salarios negociados no apunta a que las perturbaciones del mercado de trabajo asociadas a la pandemia hayan tenido un gran impacto hasta ahora. Aunque la tasa de avance

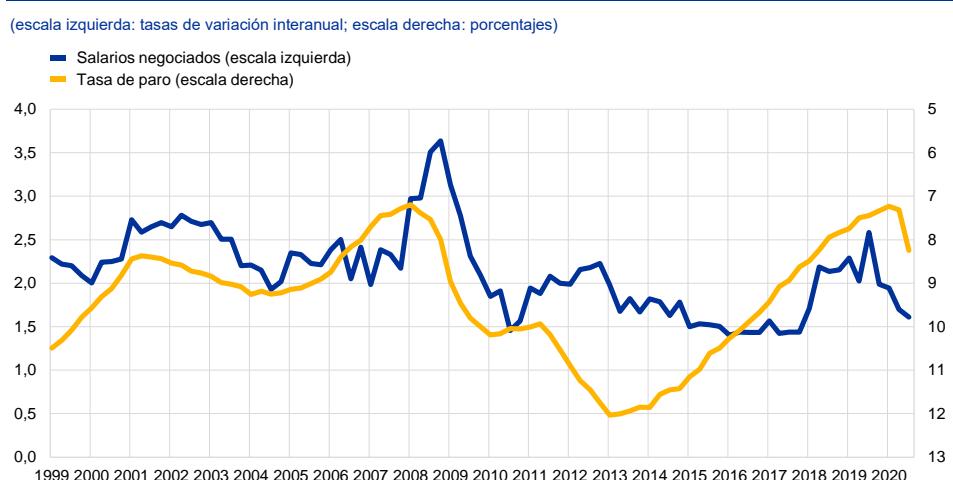
⁵³ Estas dificultades se han analizado en números anteriores del Boletín Económico del BCE. Véanse el recuadro titulado «[Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020, y el recuadro «[Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic](#)» del artículo titulado «[El impacto de la pandemia de Covid-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro](#)» en este Boletín Económico.

⁵⁴ El BCE elabora el indicador de salarios negociados desde 2001 a partir de datos nacionales no armonizados como un indicador de posibles presiones salariales. Para más detalles, véase el recuadro titulado «[Seguimiento de la evolución salarial: un indicador de los salarios negociados](#)», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2002.

interanual descendió hasta situarse en el 1,9 %, el 1,7 % y el 1,6 % en el primer, segundo y tercer trimestre de 2020, respectivamente, este descenso refleja, en parte, un efecto base —lo que quiere decir que, por ejemplo, la reducida tasa del tercer trimestre de 2020 está relacionada, en cierta medida, con el impacto al alza registrado en el tercer trimestre de 2019 asociado a los pagos especiales efectuados en Alemania en ese período⁵⁵—.

Gráfico A

Evolución del crecimiento de los salarios negociados y tasa de paro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2020. La escala derecha está invertida.

Los convenios colectivos firmados antes de la irrupción de la pandemia siguen desempeñando un papel dominante en la evolución reciente del indicador de salarios negociados. Las variaciones intertrimestrales de este indicador muestran que, hasta ahora, la evolución de los salarios negociados en 2020 ha estado muy en consonancia con el perfil observado, en promedio, desde 1999 (véase gráfico B). Los salarios negociados tienden a cambiar, principalmente, en el primer trimestre de cada año. Lo mismo es aplicable a las variaciones medias del indicador de salarios negociados y a las variaciones medias en valor absoluto. El hecho de que las variaciones medias en valor absoluto del indicador de salarios negociados, que reflejan las medias tanto de los aumentos como de las reducciones salariales, también se concentren en el primer trimestre pone de manifiesto que, en efecto, los salarios negociados se modifican, sobre todo, al principio del año. Información más granular sugiere que prácticamente todo el incremento de estos salarios en el primer trimestre de 2020 fue atribuible a subidas salariales que se produjeron en enero, es decir, antes de que irrumpiese la pandemia. El papel preponderante de los convenios colectivos al inicio de cada año implica que los principales efectos de la pandemia sobre los salarios negociados podrían no empezar a materializarse hasta principios de 2021, cuando tendrán que renegociarse gran parte de los convenios colectivos en varios países de la zona del euro.

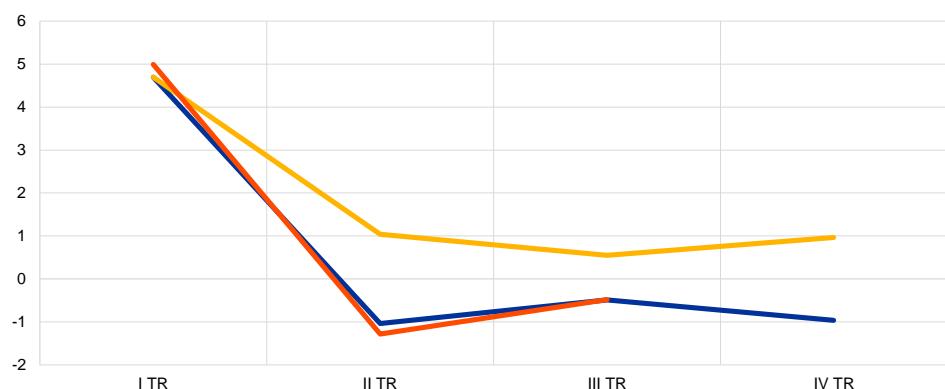
⁵⁵ Para más detalles, véase [Monthly Report](#), vol. 71, n.º 11, Deutsche Bundesbank, noviembre de 2019, p. 8.

Gráfico B

Patrón estacional de los cambios en los salarios negociados

(tasas de variación intertrimestral; período analizado: 1999-2020, salvo indicación en contrario)

- Variación media intertrimestral
- Variación media intertrimestral en valor absoluto
- Variación intertrimestral en 2020



Fuentes: Estimaciones internas del BCE y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2020. Las variaciones absolutas se obtienen sumando los importes, en valor absoluto, de los incrementos y las reducciones salariales.

En esta coyuntura, es posible que la deriva salarial ofrezca cierta información prospectiva. La deriva salarial puede calcularse como la diferencia entre las tasas de crecimiento de la remuneración media —medida por los sueldos y salarios brutos por trabajador— y las de los salarios negociados⁵⁶. Sobre la base de este enfoque, la deriva salarial negativa observada en los tres primeros trimestres de 2020 (véase gráfico C) refleja el hecho de que, en general, los costes salariales efectivos de las empresas fueron más bajos gracias a las medidas de apoyo público, así como a la reducción de las remuneraciones variables y los ascensos, entre otros factores. Con todo, este cálculo de la deriva salarial se ve influido inevitablemente por los cambios en la composición del empleo y en las horas medias trabajadas por persona ocupada, cambios que, en la coyuntura actual, están siendo muy sustanciales. Es probable que la composición del empleo haya variado porque la pandemia ha provocado pérdidas de puestos de trabajo sobre todo en el sector servicios —en el que la proporción de empleos con sueldos más bajos es relativamente mayor—, lo que ha aumentado de forma automática el salario medio y ha compensado, en parte, los efectos sobre la deriva salarial agregada, que, de otro modo, habrían sido más negativos⁵⁷. La deriva salarial señala la posibilidad de que surjan presiones a la baja sobre los salarios negociados si la situación del mercado laboral se deteriora y los trabajadores que actualmente tienen reducción de jornada pasan a estar desempleados.

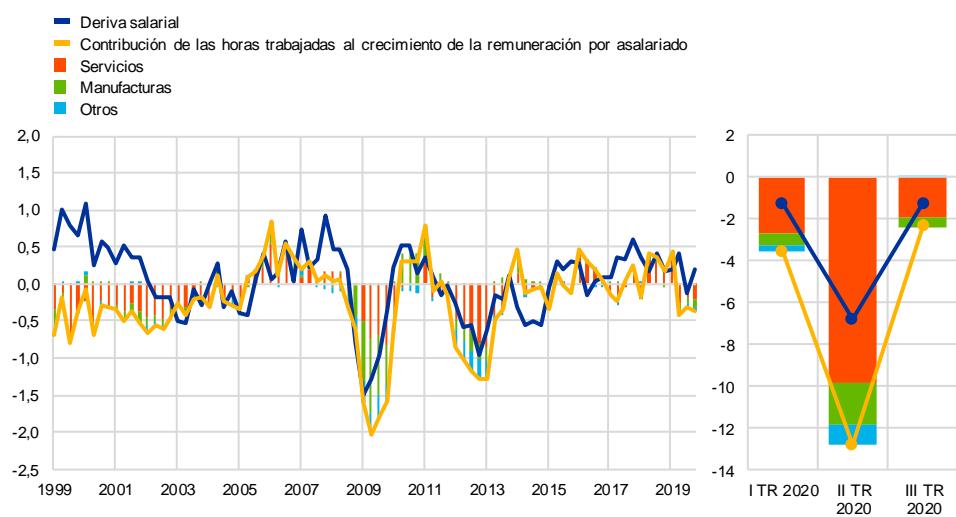
⁵⁶ Esto implica que el crecimiento total de los salarios, medido por la remuneración por asalariado, puede desglosarse en el crecimiento de los salarios negociados, la deriva salarial y el impacto de las variaciones en las cotizaciones sociales. La deriva salarial se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado y la tasa de crecimiento anual de los sueldos y salarios brutos por trabajador.

⁵⁷ Para más detalles sobre estos efectos de composición, véanse, por ejemplo, E. E. Crust, M. C. Daly y B. Hobijn, *The Illusion of Wage Growth*, FRBSF Economic Letter, Banco de la Reserva Federal de San Francisco, agosto de 2020, y el artículo titulado «Los efectos de los cambios en la composición del empleo sobre el crecimiento de los salarios en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

Gráfico C

Deriva salarial y contribución de las horas trabajadas al crecimiento de la remuneración por asalariado

(contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2020. «Otros» se refiere a los demás sectores. Las columnas representan la aportación de los servicios, de las manufacturas y de otros sectores a la contribución total de las horas trabajadas al crecimiento de la remuneración por asalariado.

El crecimiento actual de los salarios negociados sigue estando impulsado por los convenios colectivos previos a la pandemia, lo que limita su valor informativo para predecir el crecimiento futuro de los costes salariales. Es probable que los principales efectos de la pandemia en el avance de los salarios negociados solo sean visibles a partir de 2021, cuando tendrá que renegociarse una parte sustancial de los convenios colectivos de la zona del euro. La evolución de la deriva salarial, junto con la información sobre las horas trabajadas y el desempleo, puede ofrecer algunas indicaciones sobre las circunstancias en las que se desarrollan estas negociaciones. La disponibilidad de datos más granulares, por ejemplo, acerca del crecimiento de los salarios negociados en distintos sectores, sería muy útil para analizar con más detalle la evolución salarial en la zona del euro.

Evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2021 en tiempos de la crisis del Covid-19

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Steffen Osterloh

El 18 de noviembre de 2020, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios de los Gobiernos de la zona del euro para 2021. A diferencia de años anteriores, y en el contexto de la pandemia de coronavirus (Covid-19), la evaluación que llevó a cabo la Comisión este año fue de carácter cualitativo y no se centró en el cumplimiento numérico de las reglas fiscales. Ello se debió a la activación de la cláusula general de salvaguardia⁵⁸, que permite que los Estados miembros se desvén de las exigencias de ajuste establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en determinadas situaciones concretas y definidas, como una recesión económica grave en la zona del euro o en la Unión en su conjunto. Esta vez, la evaluación de la Comisión se basó en las recomendaciones fiscales específicas por país adoptadas por el Consejo el 20 de julio de 2020, así como en las orientaciones facilitadas en septiembre en las cartas enviadas a todos los Estados miembros, en las que se indicaba que la cláusula general de salvaguardia también se mantendría activa en 2021, con el fin de asegurar el apoyo necesario de las políticas fiscales. Asimismo, en su evaluación la Comisión aclaró que, cuando las condiciones económicas lo permitan, los Estados miembros deberán aplicar políticas fiscales destinadas a lograr situaciones presupuestarias prudentes a medio plazo y a garantizar la sostenibilidad de la deuda, al mismo tiempo que se fomenta la inversión. La Comisión señaló que, para conciliar la necesidad de conseguir la estabilización macroeconómica mientras se asegura la sostenibilidad fiscal a medio plazo, las medidas de apoyo deben ser focalizadas y temporales, ya que las medidas permanentes que no se financien mediante otras compensatorias pueden afectar a la sostenibilidad fiscal a medio plazo.

Los proyectos de planes presupuestarios apuntan a un cambio en la composición de las medidas —que pasan de ser de emergencia a impulsar la recuperación en 2021—, pero todavía no reflejan por completo el apoyo del programa Next Generation EU (NGEU). Según la Comisión Europea, los Estados miembros han adoptado importantes medidas fiscales en respuesta a la pandemia, equivalentes al 4,2 % y al 2,4 % del PIB, en 2020 y 2021, respectivamente. Los paquetes fiscales de 2020 consistieron principalmente en medidas de emergencia destinadas a aliviar los efectos inmediatos de la crisis; en concreto, a abordar la situación sanitaria y limitar las secuelas económicas. Según la evaluación de la

⁵⁸ La cláusula se introdujo como parte de la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de 2011 asociada al paquete legislativo denominado *Six-Pack*. Esta cláusula puede activarse en caso de que se produzca una circunstancia inusual sobre la cual no tenga ningún control el Estado miembro afectado y que incida de manera significativa en la situación financiera de las Administraciones Públicas, o en períodos de grave recesión económica para la zona del euro o para la Unión en su conjunto. Su activación permite que los Estados miembros se aparten temporalmente de las exigencias de ajuste presupuestario establecidas en los componentes preventivo y corrector del Pacto, siempre que ello no ponga en peligro la sostenibilidad fiscal a medio plazo.

Comisión, las medidas de emergencia supusieron aproximadamente el 80 % de los paquetes fiscales de 2020 a escala agregada en la zona del euro. A partir de 2021 está prevista la retirada gradual de las medidas de apoyo de emergencia, y se observa un cambio hacia medidas para impulsar la recuperación. La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios de la Comisión indica que las medidas de recuperación, como los recortes de los impuestos indirectos y el aumento de la inversión pública, constituirán más del 60 % de las medidas fiscales en 2021. Se espera que el NGEU —y, en particular, su pilar más importante, el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia— empiece a implementarse en 2021. No obstante, dado el estado de los preparativos, en especial en lo que respecta a los planes nacionales de recuperación y resiliencia, en las previsiones de otoño de la Comisión Europea y en algunos de los proyectos de planes presupuestarios solo se recoge una pequeña parte de los ingresos y los gastos relacionados con el mecanismo.

La Comisión Europea indicó que los proyectos de planes presupuestarios para 2021 se ajustan, en términos generales, a la recomendación sobre la política presupuestaria adoptada por el Consejo, pero señaló la existencia de riesgos donde se prevé que las medidas sean permanentes. La Comisión consideró que, en casi todos los países de la zona del euro, las medidas previstas para 2021 son temporales (en su mayor parte), y que solo los planes de Francia, Italia, Lituania⁵⁹ y Eslovaquia recogen medidas que no parecen ser de carácter temporal o ir acompañadas de medidas compensatorias. En relación con Bélgica, Grecia, España, Francia, Italia y Portugal, la Comisión Europea subrayó que, «dado el nivel de su deuda pública y los notables retos en cuanto a la sostenibilidad a medio plazo..., es importante garantizar que, cuando se adopten medidas presupuestarias de apoyo, se preserva la sostenibilidad fiscal a medio plazo». La elevada incertidumbre dificulta la evaluación de las medidas, tanto más cuanto que no siempre es posible distinguir las medidas temporales de otras más estructurales, ya que los países están adoptando medidas en respuesta a la evolución de las oleadas de la crisis.

La evaluación de la Comisión debe considerarse teniendo en cuenta no solo el impacto significativo y dispar que la gravedad de la perturbación del Covid-19 y las medidas de apoyo fiscal están teniendo en las finanzas públicas, sino también la alta incertidumbre actual. Se espera que, en promedio, alrededor del 30 % del deterioro presupuestario previsto en 2020 revierta en 2021 y que las ratios de déficit permanezcan por encima del umbral del 3 % del PIB en todos los países de la zona del euro, salvo en Luxemburgo y Chipre (véase gráfico A). A tenor de las previsiones, España, Francia, Italia y Eslovaquia registrarán los déficits más elevados en 2021, superiores al 7,5 % del PIB. Bajo el supuesto de que las políticas no se modificarán, los déficits se mantendrían por encima del umbral del 3 % en 13 países de la zona en 2022. Además, se prevé que muchos países que tenían ratios de deuda elevadas —en torno al 100 % y superiores— cuando comenzó la crisis serán los más afectados por la perturbación del Covid-19 en términos de aumento del endeudamiento (véase gráfico B). En 2022, solo cinco países de la zona (Estonia, Letonia, Lituania, Luxemburgo y Malta) mantendrán unas ratios de deuda

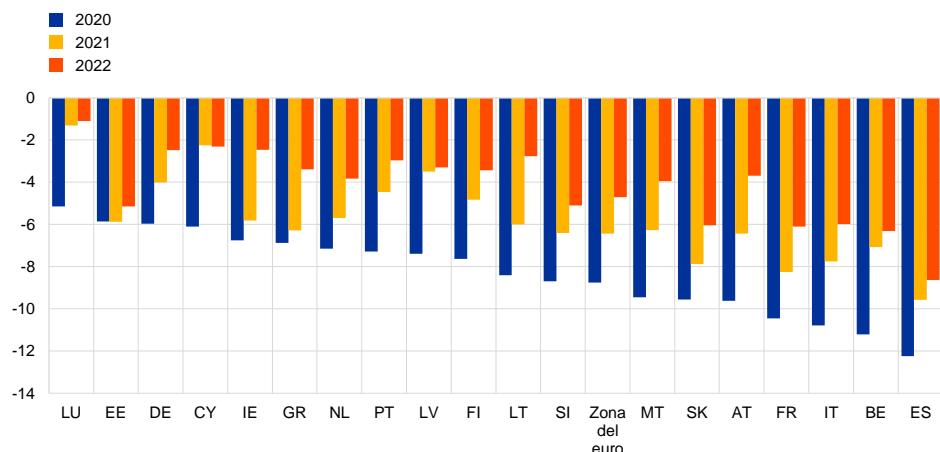
⁵⁹ Lituania presentó un proyecto de plan presupuestario basado en un escenario de mantenimiento de las políticas.

por debajo del valor de referencia del 60 % del PIB establecido en el Tratado de Maastricht.

Gráfico A

Saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas, 2020-2022

(porcentajes del PIB)

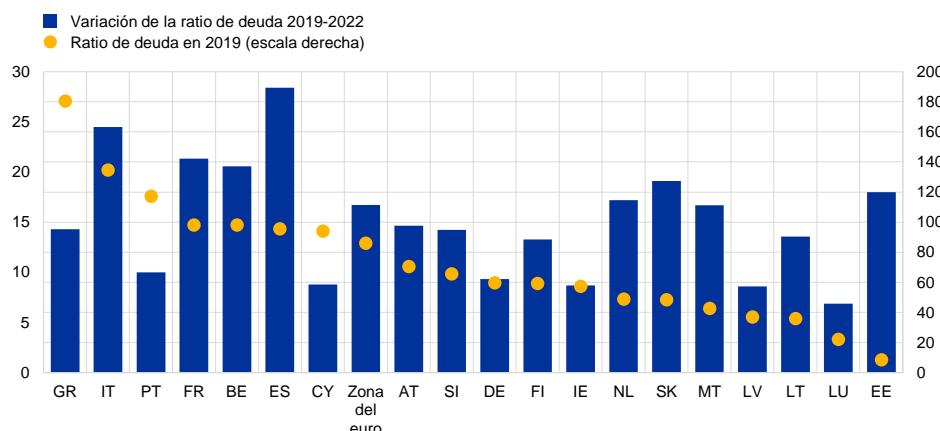


Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Gráfico B

Deuda bruta de las Administraciones Públicas, 2019-2022

(porcentajes del PIB)



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

La Comisión Europea no tiene intención de iniciar procedimientos de déficit excesivo en la fase actual en respuesta a incumplimientos del valor de referencia del 3 % del PIB y de la regla de deuda. En la actualidad, Rumanía es el único país sujeto a un procedimiento de déficit excesivo (PDE), que se inició en abril de 2020. En la comunicación de noviembre, la Comisión señaló que, a la luz de la «excepcional incertidumbre creada por el brote de Covid-19 y de su extraordinario impacto macroeconómico y fiscal, en particular para diseñar una senda creíble para la política fiscal..., no debía tomarse una decisión acerca de la pertinencia de someter a los Estados miembros al procedimiento de déficit excesivo». Utilizando el mismo razonamiento, la Comisión Europea indicó que, en la coyuntura actual, no

podía adoptarse una decisión sobre nuevas medidas en el marco del PDE de Rumanía iniciado en abril de 2020 como consecuencia del déficit presupuestario de 2019. No obstante, la Comisión consideró que en Rumanía no se han efectuado cambios en relación con importantes factores subyacentes de la situación fiscal ya presentes en 2020, antes de la irrupción de la pandemia. La Comisión Europea volverá a considerar la apertura de PDE adicionales en la primavera de 2021 a partir de los datos validados para 2020 y de sus previsiones de primavera de 2021.

En vista de la acusada contracción de la economía de la zona del euro, sigue siendo fundamental una orientación fiscal ambiciosa y coordinada hasta que se observe una recuperación duradera que permita restablecer unas posiciones fiscales prudentes a medio plazo. Tras una orientación fiscal muy expansiva en 2020, las previsiones de otoño de 2020 de la Comisión Europea apuntan a una retirada gradual de las medidas de emergencia, aunque se prevé que el respaldo fiscal siga siendo sustancial con la adopción de nuevas medidas dirigidas a apoyar la recuperación. Mientras continúe la emergencia sanitaria y la recuperación no sea autosostenida, es importante que las medidas temporales se prolonguen para evitar efectos «acantilado». Con todo, es esencial que las medidas sean oportunas, temporales y focalizadas, con el fin de que proporcionen el respaldo fiscal más eficaz posible sin generar efectos persistentes en las posiciones presupuestarias en el período posterior a la crisis y, por tanto, asegurando la sostenibilidad fiscal. Cuando las condiciones epidemiológicas y económicas lo permitan, la atención debería pasar a centrarse en aplicar políticas fiscales orientadas a lograr unas situaciones presupuestarias prudentes a medio plazo, al mismo tiempo que se fomenta la inversión. En este contexto, el programa NGEU constituye una oportunidad para impulsar la inversión y contribuir a una recuperación sostenible.