

Artículos

1 El diálogo del BCE con las empresas no financieras

Catherine Elding, Richard Morris y Michal Slavik

Como parte del compendio de indicadores sobre las perspectivas relativas a la actividad económica y a los precios, el BCE mantiene contactos periódicos con empresas no financieras. La recopilación de información del sector empresarial (conocida como «inteligencia de negocio» o *business intelligence*) se ha hecho más estructurada con el tiempo, y suele ser particularmente valiosa en períodos excepcionales, como el que se ha producido como consecuencia de la pandemia de coronavirus (COVID-19). Por lo tanto, a partir de este Boletín Económico, el BCE proporcionará un resumen de los principales resultados de sus contactos con empresas líderes de la zona del euro. En este artículo se explica cómo estas interacciones contribuyen al análisis económico del BCE, y cómo se organizan y se resumen. Los principales resultados de los contactos más recientes con empresas, que tuvieron lugar a principios de enero de 2021, se resumen en el recuadro 1.

Introducción

Al igual que muchos bancos centrales, el BCE mantiene contactos periódicos con la comunidad empresarial no financiera. Estos contactos suelen producirse, principalmente, a través de conversaciones telefónicas periódicas entre expertos del BCE y empresas no financieras líderes. Estos intercambios son una manera de recabar información sobre el estado de la economía para contribuir a la política monetaria del BCE. También se mantienen contactos de alto nivel en el marco del foro de diálogo *Non-Financial Business Sector Dialogue* (NFBD)⁵¹. Además, se realizan encuestas ocasionales sobre temas específicos respecto de los que directivos de estas empresas pueden ofrecer su valoración sobre cuestiones de actualidad. El ejemplo más reciente es una breve encuesta sobre los efectos a largo plazo de la pandemia de COVID-19⁵².

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.

⁵¹ El NFBD es uno de los tres foros de diálogo de alto nivel. Los otros dos son el *Banking Industry Dialogue* y el *Institutional Investor Dialogue*. Los órdenes del día y los resúmenes de las reuniones del NFBD pueden consultarse en el [sitio web del BCE](#).

⁵² Véase el recuadro titulado «[Los efectos a largo plazo de la pandemia: resultados de una encuesta a empresas líderes](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

2 El papel de los factores de demanda y de oferta en la inflación medida por el IAPC durante la pandemia de COVID-19 desde una perspectiva desagregada

Derry O'Brien, Clémence Dumoncel y Eduardo Gonçalves

Introducción

El impacto económico de la pandemia de coronavirus (COVID-19) no es una perturbación estándar. Se trata más bien de una perturbación multidimensional, que tiene un origen tanto externo como interno, así como tanto en la demanda como en la oferta, y a escala agregada y en sectores específicos. Todo ello plantea retos para el análisis de la inflación. Es posible que las relaciones tradicionales entre la inflación y sus determinantes no se sostengan o no sean extensibles a la situación actual, dada la magnitud de las disrupciones observadas en los mercados de trabajo y de productos. Asimismo, el creciente énfasis que pone la literatura sobre la inflación en las distribuciones, en lugar de en las estimaciones puntuales relativas a la inflación futura, es relevante para analizar el impacto que ha tenido la perturbación del COVID-19 sobre los riesgos de inflación.

La adopción de una perspectiva más detallada de lo habitual facilita la comprensión de los determinantes de la inflación durante la pandemia. Con frecuencia, los bancos centrales utilizan un enfoque desagregado para complementar los análisis basados en la inflación general. Este enfoque suele emplearse para extraer las tendencias (comunes) subyacentes de la inflación o para mejorar la precisión de las previsiones⁵³. Para conocer los factores que determinan la inflación, el BCE analiza periódicamente sus principales componentes, como la energía, los alimentos, los bienes industriales no energéticos y los servicios. Como el análisis que se presenta en este artículo se basa en un nivel de detalle superior al habitual (es decir, los doce subcomponentes del Índice Armonizado de Precios de Consumo, IAPC), ayuda a entender mejor el impacto heterogéneo de la pandemia en los distintos componentes y, en última instancia, a comprender mejor los determinantes actuales de la inflación general⁵⁴.

⁵³ Véanse el artículo titulado «[Measures of underlying inflation for the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018; N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Landau, M. Roma, y F. Skudelny, «[To aggregate or not to aggregate? Euro area inflation forecasting](#)», *Working Paper Series*, n.º 374, BCE, julio de 2004, y J. Chalmovianský, M. Porqueddu y A. Sokol, «[Weigh\(t\)ing the basket: aggregate and component-based inflation forecasts for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 2501, BCE, diciembre de 2020.

⁵⁴ Este trabajo complementa la literatura existente en la que se analiza la inflación sectorial; véanse, por ejemplo, J. Imbs, E. Jondeau y F. Pelgrin, «Sectoral Phillips curves and the aggregate Phillips curve», *Journal of Monetary Economics*, vol. 58(4), mayo de 2011, pp. 328-344; R. Reis y M. W. Watson, «Relative Goods' Prices, Pure Inflation, and the Phillips Correlation», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2(3), julio de 2010, pp. 128-157, y J. H. Stock y M. W. Watson, «Trend, Seasonal, and Sectoral Inflation in the Euro Area», en G. Castex, J. Galí y D. Saravia (eds.), *Changing Inflation Dynamics, Evolving Monetary Policy*, Banco Central de Chile, 2020, pp.317-344.

Es probable que el papel de los efectos de oferta, en particular, sea más relevante de lo habitual en varios componentes de la inflación. La naturaleza de los confinamientos y de las medidas de contención que se impusieron tras la irrupción de la pandemia conllevó cierres de actividad o un incremento de los costes para algunos sectores⁵⁵. Las variaciones de precios asociadas a estos efectos por el lado de la oferta pueden, en primer lugar, modificar la evolución de los precios relativos y no necesariamente la inflación agregada. En los análisis periódicos de la inflación suelen examinarse las disrupciones de oferta a corto plazo en los precios de la energía y de los alimentos, debido a la gran magnitud que a menudo tienen este tipo de perturbaciones. Sin embargo, un elemento distintivo de la pandemia es la influencia —mayor de la habitual— de los efectos de oferta en la inflación subyacente como consecuencia de los confinamientos. Un enfoque desagregado que se amplía para incluir los componentes subyacentes también puede arrojar luz sobre las consecuencias de la perturbación de demanda asociadas a la incertidumbre o a las pérdidas de renta relacionadas con el COVID-19. Dada la magnitud de la perturbación, puede haber implicaciones para los niveles de precios agregados y, en función de las elasticidades de renta y de sustitución, para los precios relativos.

En este artículo se explica cómo una perspectiva más desagregada puede ayudar a calibrar las implicaciones del COVID-19, mejorando así el análisis periódico de la inflación. En la sección 2, primero se describe la evolución de la inflación agregada durante el período del COVID-19 y se explican los motivos que justifican el nivel de detalle adoptado en el análisis. En la sección 3 se examinan los determinantes de la respuesta de la inflación, por componentes, con el foco puesto principalmente en el papel que desempeñan los factores internos que solo se han observado en la pandemia; también se estudia la influencia de los efectos de demanda y de oferta, y se incluye una descomposición de la inflación a nivel de componente en función de la contribución de las perturbaciones estructurales de esos efectos. En la sección 4 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

En síntesis, una perspectiva desagregada puede ayudar a comprender mejor la respuesta de la inflación a la perturbación multidimensional ocasionada por el COVID-19. Un enfoque desagregado que va más allá del simple análisis de los principales componentes de la inflación es especialmente adecuado para las

⁵⁵ De hecho, existe evidencia reciente sobre el impacto de los confinamientos iniciales que sugiere que los efectos de oferta asociados pueden haber ejercido presiones al alza significativas sobre la inflación. Para los Países Bajos y la zona del euro, véase D. Bonam y A. Smadu, «[Supply and demand shocks due to the coronavirus pandemic contribute equally to contraction in production](#)», *DNBulletin*, De Nederlandsche Bank, 5 de noviembre de 2020; para Alemania, véase A. Balleer, S. Link, M. Menkhoff y P. Zorn, «[Demand or Supply? Price Adjustment during the COVID-19 Pandemic](#)», *COVID Economics, Vetted and Real-Time Papers*, número 31, Centre for Economic Policy Research, junio de 2020, pp. 59-102; para el Reino Unido, véase A. Macaulay y P. Surico, «[Is the COVID-19 recession caused by supply or demand factors?](#)», *Questions and answers about coronavirus and the UK economy*, Economics Observatory, 2020, y para Estados Unidos, véanse A. Shapiro, «[A Simple Framework to Monitor Inflation](#)», *Working Papers*, n.º 2020-29, Federal Reserve Bank of San Francisco, agosto de 2020, y D. Baqaee y E. Farhi, «[Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the COVID-19 Crisis](#)», *NBER Working Papers*, n.º 27152, mayo de 2020.

circunstancias actuales, en las que puede que las regularidades empíricas observadas en el pasado ya no sean válidas para interpretar la evolución reciente de la inflación subyacente y agregada. Al adoptar un enfoque desagregado, el análisis efectuado en este artículo apunta a que los efectos bajistas de demanda, tanto interna como mundial, desempeñaron un papel predominante y solo fueron parcialmente compensados por un aumento de la oferta, que fue más acusado en el segundo trimestre de 2020 e influyó más en los bienes que en los servicios. El mayor uso de imputaciones de precios, como en el caso de los servicios relacionados con turismo y viajes, puede contribuir también a explicar la respuesta de la inflación, aunque estos efectos parecen haber disminuido, lo que puede explicar, en parte, el motivo por el que la caída de la inflación volvió a acelerarse durante la segunda mitad de 2020.

Es probable que siga siendo necesaria una perspectiva más detallada que la habitual para evaluar la evolución de la pandemia y sus implicaciones para los determinantes de la inflación. Para la política monetaria es importante identificar y no tener solo en cuenta los efectos por el lado de la oferta para obtener una imagen más clara de los efectos desinflacionistas de demanda que se derivan inevitablemente de las pérdidas de renta y de la incertidumbre. Además, en trabajos de investigación recientes también se ha planteado si los efectos de oferta podrían transformarse en efectos de demanda negativos más intensos⁵⁶. Dada la clara relevancia de política económica de tal escenario, convendría considerar con mayor detenimiento este mecanismo en el contexto de la zona del euro, que depende, en parte, del alcance de sus vínculos intersectoriales. Por último, aunque los efectos de oferta no relacionados con las materias primas anteriores a la pandemia (por ejemplo, perturbaciones tecnológicas) son, en general, más débiles, son un factor que siempre influye en la dinámica de los precios. En este sentido, el análisis más detallado de los determinantes de la inflación presentado en este artículo puede seguir siendo útil también después de la pandemia.

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

⁵⁶ Por ejemplo, para Estados Unidos, véanse V. Guerrieri, G. Lorenzoni, L. Straub e I. Werning, «Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?», *NBER Working Papers*, n.º 26918, abril de 2020, y A. Cesa-Bianchi y A. Ferrero, «[The Transmission of Keynesian Supply Shocks](#)», 20 de octubre de 2020.

3 Respuestas iniciales de la política fiscal de los países de la zona del euro a la crisis del COVID-19

Stephan Haroutunian, Steffen Osterloh y Kamila Sławińska

Los países de la zona del euro han recurrido ampliamente a la política fiscal para contrarrestar el efecto perjudicial de la pandemia de coronavirus (COVID-19) en sus economías. Han aplicado una extensa gama de medidas, algunas de ellas con un impacto presupuestario inmediato y otras, como las medidas de liquidez, que, en principio, no se espera que causen un deterioro inminente en las perspectivas fiscales. Dado que todos los países de la zona del euro sufrieron la perturbación económica principalmente a través de los mismos canales, sus respuestas fiscales en las primeras fases de la crisis fueron similares en términos de los instrumentos utilizados. Los paquetes fiscales de emergencia fueron encaminados en su mayor parte a limitar las consecuencias económicas de las medidas de contención sanitaria mediante la aplicación de medidas directas para proteger a las empresas y los trabajadores de los sectores afectados. Simultáneamente, se anunciaron amplias medidas de apoyo a la liquidez en forma de aplazamientos de impuestos y avales públicos para ayudar a las empresas especialmente perjudicadas por las políticas de contención sanitaria a evitar los déficits de liquidez. Para apoyar la recuperación, la política fiscal tiene que proporcionar un estímulo dirigido a un fin concreto y mayormente de carácter temporal, adaptado a las características específicas de la crisis y las posiciones fiscales de los países. Las inversiones públicas, complementadas por el paquete «Next Generation EU» (NGEU) y acompañadas de políticas estructurales adecuadas, deberían desempeñar un papel importante a este respecto.

Introducción

En este artículo se analizan las respuestas iniciales de la política fiscal de los países de la zona del euro a la crisis del COVID-19 y las implicaciones para la aplicación de medidas adicionales. En él se examinan las medidas de política fiscal específicas adoptadas en el transcurso de 2020 y se profundiza en las experiencias de los países de la zona del euro durante la pandemia. Se llega a la conclusión de que las estrategias de recuperación que tuvieron éxito en episodios de crisis anteriores no pueden replicarse sin adaptarse a las circunstancias de la crisis actual. De cara al futuro, en el artículo se describen las implicaciones para la orientación de la política fiscal y se consideran las principales cuestiones, como el diseño y el momento de implementación de las medidas fiscales.

La política fiscal es el instrumento más adecuado para hacer frente al impacto perjudicial de la pandemia sobre la economía, ya que está bien provista para diferenciar y canalizar el apoyo económico hacia donde más se necesita. En primer lugar, y ante todo, la política fiscal puede ayudar, proporcionando una sanidad pública adecuada, a afrontar las consecuencias sanitarias inmediatas de la

pandemia, que es también una condición previa para contrarrestar los efectos económicos de la crisis sanitaria. Además, la política fiscal puede aliviar el impacto negativo de la crisis apuntalando la demanda agregada y prestando un apoyo bien dirigido a los hogares y las empresas vulnerables. En conjunto, las políticas fiscales han respaldado la economía de la zona del euro a través de dos vías: el funcionamiento de los estabilizadores automáticos y medidas discrecionales. En general, los estabilizadores automáticos son considerables en los países de la zona del euro y son eficaces para amortiguar las perturbaciones económicas. Sin embargo, la severidad y las particularidades de la crisis del COVID-19, en la que se han visto significativamente afectadas tanto la oferta como la demanda, sobre todo durante las fases de confinamiento, hacían necesario el uso de importantes medidas discrecionales de apoyo fiscal.

En 2020 se aplicó y se anunció una amplia gama de instrumentos fiscales discrecionales. Las reacciones de la política fiscal no tuvieron precedentes en términos de tamaño y de alcance, ya que la pandemia de COVID-19 y sus implicaciones económicas plantearon retos específicos a los que la política fiscal dio respuesta con múltiples actuaciones. Las medidas adoptadas por los países pueden clasificarse, a grandes rasgos, en dos categorías: i) medidas presupuestarias, que normalmente tienen un efecto inmediato en el saldo presupuestario, y ii) medidas de liquidez, que no suelen afectar inmediatamente al saldo presupuestario del ejercicio en el que se aplican, pero implican pasivos contingentes que pueden incidir en las posiciones fiscales. Estos dos tipos de medidas afectan a los presupuestos públicos tanto por el lado del gasto como por el de los ingresos (cuadro 1).

Cuadro 1
Categorías de instrumento fiscal

	Medidas de liquidez	Medidas presupuestarias
Gasto	<ul style="list-style-type: none"> Avales Préstamos 	<ul style="list-style-type: none"> Programas de regulación temporal de empleo Apoyo a las empresas Apoyo a los hogares Inversión pública
Ingresos	<ul style="list-style-type: none"> Aplazamientos de impuestos Otras medidas fiscales 	<ul style="list-style-type: none"> Reducción de los impuestos indirectos Reducción de los impuestos directos/cotizaciones sociales

Nota: Elaboración propia.

Las intervenciones fiscales tuvieron en cuenta los retos excepcionales que planteaba la pandemia. En primer lugar, en la fase inicial de la crisis, se anunciaron paquetes de emergencia consistentes en medidas presupuestarias y de apoyo a la liquidez para hacer frente a la primera fase de los confinamientos generales de marzo de 2020, cuando todos los países de la zona del euro impusieron estrictas restricciones a la actividad y al movimiento de personas. Dichas medidas fueron dirigidas a prestar apoyo a las empresas y a los hogares particularmente afectados por la crisis sanitaria. Estas medidas de emergencia se renovaron, aunque en menor medida, hacia finales de 2020, cuando los Estados miembros tuvieron que aplicar confinamientos parciales o «más suaves» para afrontar la segunda ola de la pandemia. En segundo lugar, durante la fase intermedia que siguió a la retirada

progresiva de la mayoría de las medidas de confinamiento a mediados de 2020, se introdujeron gradualmente medidas adicionales con el fin de respaldar la recuperación. En esta fase, la mayoría de los negocios y empresas reabrieron, pero algunos sectores siguieron viéndose perjudicados por las medidas sanitarias y los cierres locales y selectivos, así como por el cambio en el comportamiento y las preferencias de los consumidores. En tercer lugar, se prevén medidas de recuperación adicionales destinadas principalmente a abordar los retos a medio y largo plazo que pueden surgir una vez que finalicen las restricciones por motivos sanitarios.

Este artículo consta de siete secciones. En la sección 2 se presenta la respuesta general de la política fiscal durante las fases iniciales de la crisis. En las secciones siguientes se analizan con detalle las diversas medidas introducidas. Las medidas presupuestarias y de liquidez adoptadas por el lado del gasto se abordan en las secciones 3 y 4, respectivamente. En las secciones 5 y 6 se describen las medidas presupuestarias y de liquidez por el lado de los ingresos. En la sección 7 se explican los retos asociados a la evaluación de la orientación de la política fiscal utilizando medidas convencionales, y en la sección 8 se presentan las conclusiones.

Conclusiones e implicaciones para la política fiscal

En conjunto, la respuesta inmediata en forma de medidas de emergencia ha sido contundente y relativamente homogénea entre países, y ha ayudado sustancialmente a contener los efectos de la pandemia en la economía de la zona del euro. Como todos los países de la zona sufrieron la perturbación económica al mismo tiempo y en una medida similar, las respuestas fiscales en forma de medidas de emergencia fueron relativamente parecidas en términos de tamaño y alcance de los instrumentos utilizados. Dada la naturaleza concreta de la crisis, se asume que estos instrumentos estuvieron adecuadamente dirigidos a abordar los retos específicos de la primera fase de la crisis, en la que los confinamientos fueron generales. Además, la respuesta a la crisis fue apoyada por decisiones a escala de la UE, como la activación de la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la adopción de un marco específico de ayudas públicas de carácter temporal para acelerar las medidas de apoyo público a las empresas.

La recuperación tiene que estar respaldada por medidas adecuadas que tengan en cuenta la evolución futura de la pandemia y la efectividad de los instrumentos aplicados. Para 2021, la cantidad de estímulo anunciada en los proyectos de planes presupuestarios difiere sustancialmente entre Estados miembros. Aunque la recuperación se verá favorecida por medidas de estímulo apropiadas, el diseño de estas debe depender de las restricciones y los confinamientos locales temporales que limitan la eficacia de muchas medidas de estímulo convencionales. Al mismo tiempo, la ampliación de las medidas de emergencia parece razonable en aquellos sectores en los que la actividad sigue estando afectada por las medidas de contención sanitaria y cuyos modelos de negocio probablemente serán viables después de la pandemia. Mientras que los

países con margen de maniobra fiscal tienen menos restricciones para aplicar estas medidas, los países con espacio fiscal limitado se beneficiarán al aplicar y dar prioridad a medidas de respaldo más específicas, como aquellas destinadas a seguir apoyando a los segmentos más vulnerables de la sociedad.

Las políticas de recuperación a más largo plazo deberían ir encaminadas a mejorar la capacidad de las finanzas públicas para favorecer el crecimiento.

Aunque se espera que las economías repunten una vez que finalicen las medidas de contención del virus, la recuperación puede verse perjudicada por las consecuencias de los confinamientos, como el sobreendeudamiento de las empresas más castigadas o cambios estructurales en el comportamiento de las empresas y los hogares —por ejemplo, un aumento de la digitalización—. Por consiguiente, las medidas de estímulo adicionales podrían respaldar la recuperación a medio plazo, pero no deberían impedir los cambios estructurales necesarios para las economías. De hecho, el impacto de los fondos en el crecimiento se verá amplificado si estos se acompañan de políticas estructurales adecuadas. Por tanto, es esencial que los fondos disponibles a través del fondo NGEU sean absorbidos rápidamente y canalizados hacia proyectos de inversión que fomenten el crecimiento. El gasto público adicional debería dirigirse a impulsar el crecimiento potencial, y, en particular, a respaldar los objetivos a largo plazo de la UE en las áreas de lucha contra el cambio climático y fomento de la digitalización.

Por último, una vez que la recuperación económica esté firmemente en marcha, es fundamental diseñar las políticas fiscales a medio plazo de forma que garanticen la sostenibilidad de la deuda pública.

Aunque los países no deberían retirar el apoyo fiscal demasiado rápido, el hecho de que los niveles de deuda hayan aumentado drásticamente significa que es esencial que los Estados miembros de la zona del euro cuenten con estrategias de consolidación fiscal creíbles a medio plazo. Además, la crisis del COVID-19 ha demostrado que la acumulación de colchones fiscales holgados durante épocas de crecimiento económico es clave para poder hacer frente a las consecuencias de una recesión repentina provocada por sucesos exógenos.

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