

Recuadros

1 Evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos en 2020

Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, Ramon Gomez-Salvador, Lukas Henkel y Matthias Mohr

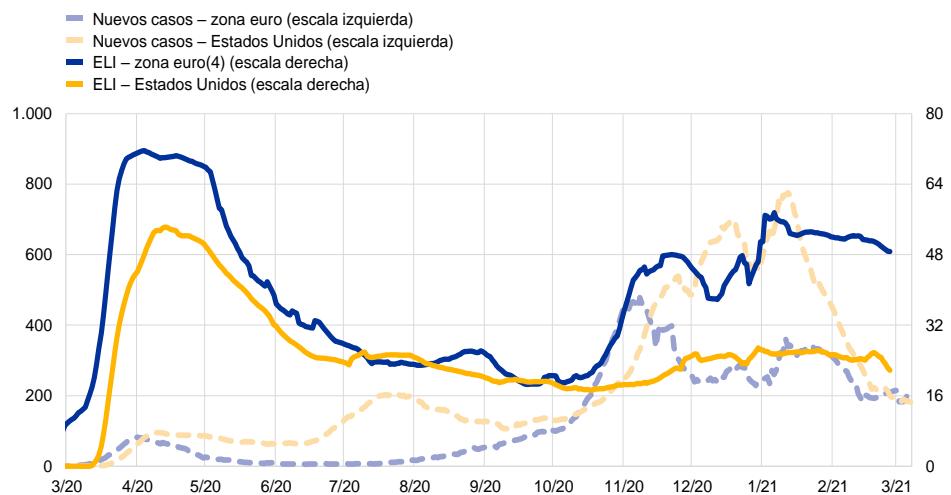
La pandemia de coronavirus (COVID-19) ha afectado profundamente a Europa y a Estados Unidos. A pesar de que la pandemia llegó a este último país más tarde que a la zona del euro y que la densidad de población estadounidense es más baja, el número de nuevos casos de COVID-19 ha sido, en general, más elevado en Estados Unidos que en la zona del euro, especialmente entre mediados de noviembre de 2020 y finales de febrero de 2021. Esta mayor incidencia de contagios en Estados Unidos puede reflejar la eficacia de las medidas de contención calculada por el Effective Lockdown Index (ELI), un índice que elabora Goldman Sachs (gráfico A)¹. En la medida en que Estados Unidos estuvo sujeto a menores restricciones que la zona del euro, también es probable que la economía respondiese, a corto plazo, mejor al estímulo de las políticas adoptadas. Con este trasfondo, en este recuadro se compara la evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos, centrándose en 2020.

¹ Véase J. Aron y J. Muellbauer, «[The US excess mortality rate from COVID-19 is substantially worse than Europe's](#)», VoxEU, 29 de septiembre de 2020.

Gráfico A

Contagios por COVID-19 en la zona del euro y en Estados Unidos, y la eficacia de las medidas de contención

(escala izquierda: nuevos casos de contagio por cada millón de habitantes, media móvil de siete días; escala derecha: Effective Lockdown Index [ELI])



Fuentes: Cálculos del BCE, Oxford Economics y Goldman Sachs.

Notas: El Effective Lockdown Index (ELI) de Goldman Sachs combina el Índice de severidad de las medidas adoptadas por los Gobiernos para responder al COVID-19 elaborado por Oxford (Oxford COVID-19 Government Stringency Index) con datos de movilidad de Google. Las últimas observaciones corresponden al 7 de marzo de 2021 (nuevos casos de COVID-19) y al 26 de febrero de 2021 (ELI). «Zona euro (4)» se refiere a los índices ponderados por PPA (paridad del poder adquisitivo) correspondientes a Alemania, Francia, Italia y España.

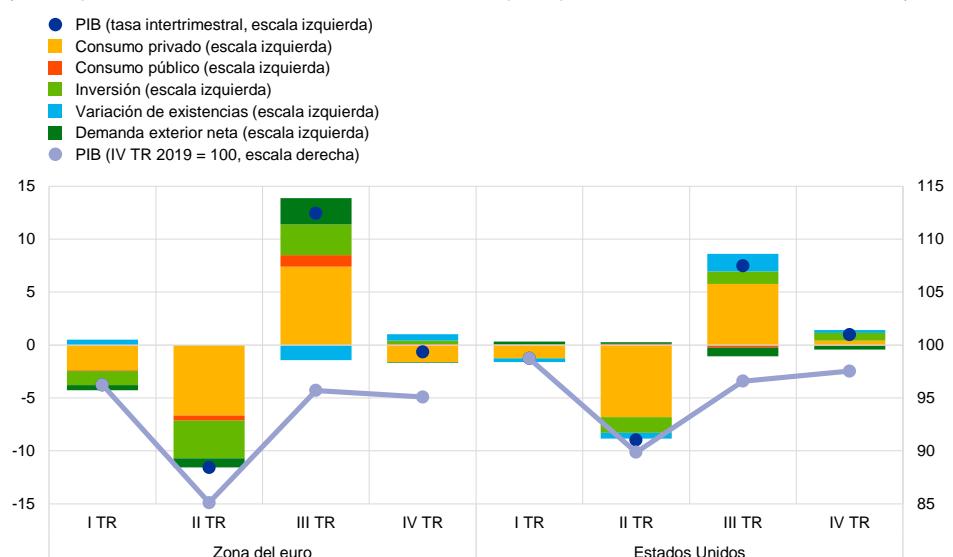
En 2020, el PIB real disminuyó más en la zona del euro que en Estados Unidos, posiblemente como consecuencia de varios factores. Aunque es probable que los confinamientos más severos de la zona del euro hayan sido un determinante importante de este descenso más acusado del PIB, las diferencias pueden estar también relacionadas, entre otros factores, con la diversidad en cuanto a estructuras económicas, potencial de crecimiento y medidas de respuesta, así como con el momento en el que llegaron las olas de la pandemia. La pérdida de actividad acumulada en el cuarto trimestre de 2020, comparada con los niveles anteriores a la crisis, ascendió al 4,9 % en la zona del euro y al 2,4 % en Estados Unidos (gráfico B). En las dos regiones, según las cifras de 2019, alrededor de tres cuartas partes del valor añadido real corresponderían a los servicios, que se vieron gravemente afectados, mientras que solo el 15 % y el 11 % en la zona del euro y en Estados Unidos, respectivamente, procedía del sector manufacturero. Entre los componentes de la demanda, el consumo privado contribuyó al PIB en proporciones muy similares en las dos regiones a lo largo del año, a pesar de que en Estados Unidos el apoyo a las rentas fue de casi el doble (gráfico C). Esto sugiere que las medidas de menor cuantía, pero más selectivas, que se adoptaron en la zona del euro (es decir, mediante programas de regulación temporal del empleo) podrían haber logrado amortiguar una caída del consumo incluso más pronunciada. En los dos primeros trimestres de 2020, las empresas de la zona del euro aplazaron sus planes de inversión en mayor medida que las estadounidenses y parecen ser más sensibles al aumento de la incertidumbre, la disminución de la demanda y la reducción de los beneficios. En cambio, en la segunda mitad del año, la inversión de la zona del euro experimentó un repunte acumulado más fuerte. Las exportaciones

de esta zona se vieron más perjudicadas en la primera mitad de 2020 como consecuencia de la exposición de la economía a China y a Europa Oriental, mientras que a Estados Unidos le afectó más la debilidad de la demanda exterior procedente de Canadá y de América Latina en la primera mitad del año, y de la zona del euro (y del resto de Europa) posteriormente. En conjunto, la contribución de la demanda exterior neta en Estados Unidos fue menor que en la zona del euro.

Gráfico B

PIB real y componentes del gasto en la zona del euro y en Estados Unidos en 2020

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral, contribuciones en puntos porcentuales; escala derecha: IV TR 2019 = 100)



Fuentes: Cálculos del BCE, Eurostat y Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos.

En 2020, se adoptaron medidas fiscales discrecionales de gran calado en respuesta a la crisis del COVID-19 tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, aunque en este último país la respuesta fue más enérgica (gráfico C).

En la zona del euro, la respuesta fiscal a la pandemia consistió principalmente en ayudas y transferencias a las empresas y a los hogares, incluidos los programas de mantenimiento del empleo². El apoyo a hogares y empresas fue también el principal determinante de la política fiscal estadounidense, particularmente mediante transferencias directas y prestaciones por desempleo. El consumo público creció más en Estados Unidos que en la zona del euro y conllevó un incremento mayor del gasto sanitario. En general, aunque es difícil hacer comparaciones coherentes de datos, se estima que el componente discrecional de la respuesta fiscal a la pandemia fue de alrededor del 4,25 % del PIB en la zona del euro y en torno al 7,75 % del PIB en Estados Unidos.

Si se incluye el impacto de los estabilizadores automáticos, el impulso fiscal total en la zona del euro en 2020 se acerca a su equivalente en Estados Unidos. Se considera que los estabilizadores automáticos —aproximados por la

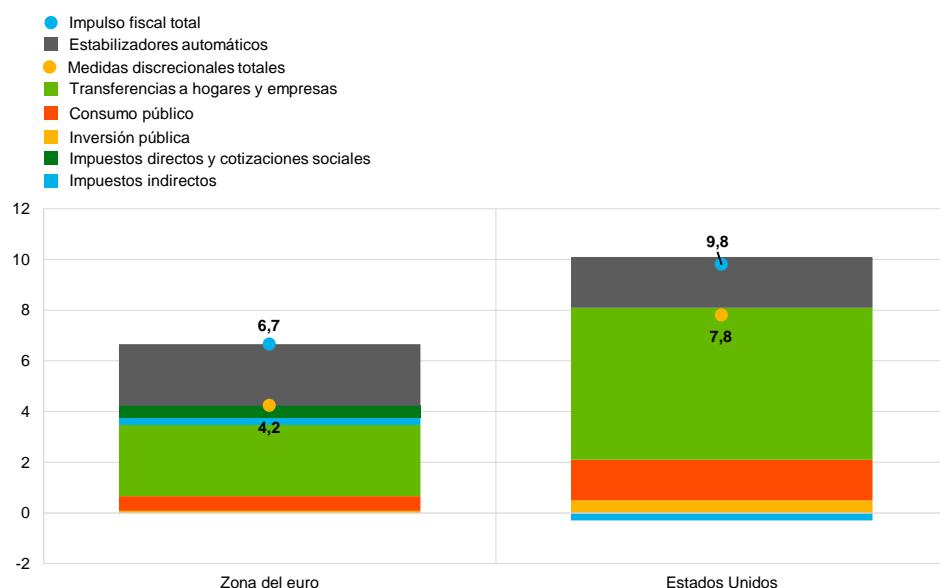
² Para un análisis de las medidas de apoyo adoptadas en los países de la zona del euro, véase el artículo titulado «[The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

variación del componente cíclico y otros factores— fueron de mayor magnitud en la zona del euro³. Junto con las medidas discretionales, su impacto fiscal se acerca al 7 % del PIB en la zona del euro, frente a alrededor del 10 % del PIB en Estados Unidos. Este impulso fiscal total —o, en términos generales, el coste presupuestario de la pandemia— corresponde a la variación estimada del saldo primario entre 2019 y 2020. Las limitaciones de estas comparaciones se derivan de la falta de datos totalmente coherentes, el calendario de las previsiones y los métodos empleados para el análisis, así como la no disponibilidad de la ejecución del presupuesto final para 2020.

Gráfico C

Impulso fiscal para responder a la pandemia en la zona del euro y en Estados Unidos en 2020

(contribuciones en puntos porcentuales a las variaciones de la ratio del saldo presupuestario primario en relación con el PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE; Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, marzo de 2021; estimaciones del Eurosystema de las medidas discretionales de la zona del euro, y Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2020, para Estados Unidos.

Notas: El impulso fiscal total se refiere a los componentes con impacto en el saldo presupuestario, es decir, medidas fiscales discretionales adoptadas en respuesta a la crisis del COVID-19 y estabilizadores automáticos (aproximados por la variación del componente cíclico y otros factores). El impulso fiscal total corresponde, en términos generales, a la variación del saldo primario de las Administraciones Públicas entre 2019 y 2020. En la zona del euro, para mantener la coherencia entre los distintos países, en las medidas discretionales están incluidas partes de los programas de mantenimiento del empleo (en relación con las normas habituales de Alemania y Bélgica).

Se adoptaron medidas adicionales de apoyo a la liquidez tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Los Gobiernos proporcionaron diversos tipos de apoyo a la liquidez de las empresas, que en la zona del euro consistieron en avales para préstamos con una dotación total del 17 % del PIB combinado de los países de

³ Los estabilizadores fiscales automáticos son elementos integrados en los ingresos y gastos públicos que reducen las fluctuaciones de la actividad económica sin que sean necesarias actuaciones discretionales de los Gobiernos. Para información más detallada sobre la magnitud y la eficacia de los estabilizadores automáticos en los países de la zona del euro, incluida una comparación con Estados Unidos, véase el artículo titulado «Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis», Boletín Económico, número 6, BCE, 2020. En la práctica, es difícil distinguir claramente entre estabilizadores automáticos y medidas discretionales. Algunas medidas pueden considerarse estabilizadores fiscales cuasiamáticos, mientras que otros factores no discretionales (como caídas en los ingresos o los ingresos extraordinarios) no suelen estar reflejados en el componente cíclico.

la zona (5,7 % en Estados Unidos)⁴. Otras medidas de apoyo a la liquidez de la zona del euro incluyeron considerables aplazamientos del pago de impuestos e inyecciones de capital.

La respuesta de la política monetaria fue significativa, pero más enérgica en Estados Unidos que en la zona del euro. En lo que respecta a la reacción de la política monetaria, aunque tanto el BCE como la Reserva Federal de Estados Unidos respondieron con contundencia a la perturbación provocada por la pandemia, el descenso del tipo de interés de los fondos federales —del 1,50 %-1,75 % al 0 %-0,25 %— y la depreciación del dólar estadounidense proporcionaron un estímulo adicional en este país.

En la zona del euro, debido al aumento sustancial de los trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo, la tasa de paro prácticamente no varió, mientras que, en Estados Unidos, los despidos de carácter temporal se tradujeron en un incremento de la tasa de paro (gráfico D)⁵. La zona del euro habría registrado un descenso del empleo mucho mayor si todos los trabajadores sujetos a programas de mantenimiento del empleo, como indica la parte de color amarillo de las barras del gráfico D, se hubiesen quedado sin empleo o se volviesen inactivos. Estos programas evitaron que el desempleo y la inactividad aumentasen en la zona del euro en proporciones comparables a las observadas en Estados Unidos. Al final del cuarto trimestre de 2020, el empleo en la zona del euro se situaba un 1,9 % por debajo del nivel registrado en el cuarto trimestre de 2019, mientras que en Estados Unidos había caído un 5,5 % en ese mismo período, debido a que el recurso a los programas de mantenimiento del empleo volvió a aumentar en la zona del euro como consecuencia de los nuevos confinamientos y a que la recuperación del empleo en Estados Unidos se ralentizó⁶. El uso de dichos programas en la zona del euro implicó un ajuste mayor a través de las horas medias trabajadas.

⁴ La tasa de utilización de estos avales ha sido bastante baja en el agregado de la zona del euro.

⁵ Véase el artículo titulado «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020

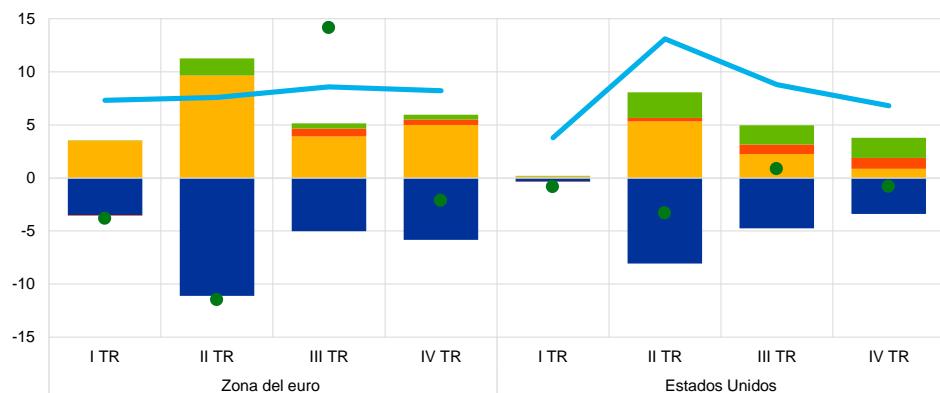
⁶ Sin los despidos temporales, que son una aproximación de los programas de mantenimiento del empleo de la zona del euro, la tasa de paro de Estados Unidos se sitúa por debajo del 5 % en 2020.

Gráfico D

Evolución del mercado de trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos en 2020

(contribuciones en puntos porcentuales a las tasas de variación intertrimestral de la población en edad de trabajar; porcentajes de población activa; tasa de variación intertrimestral)

- Empleo total (sin programas de mantenimiento del empleo), contribuciones en puntos porcentuales
- Prog. de mantenimiento del empleo (ZE)/desempleo temporal (EEUU), contribuciones en puntos porcentuales
- Paro, contribuciones en puntos porcentuales
- Inactivos, contribuciones en puntos porcentuales
- Tasa de paro, porcentaje de población activa
- Horas medias trabajadas, tasa de variación intertrimestral



Fuentes: Cálculos del BCE, Eurostat y Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos.

Notas: En la zona del euro (ZE), la parte de color azul de las barras no incluye a los trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo. En Estados Unidos, la parte de color rojo de las barras no incluye a los trabajadores desempleados temporalmente.

Durante la pandemia, las tasas de la inflación general y de la subyacente se han reducido sustancialmente en la zona del euro y en Estados Unidos debido a la bajada de los precios del petróleo y a la caída significativa de la demanda.

En Estados Unidos, la inflación subyacente disminuyó con mayor rapidez en la primera mitad del año y, posteriormente, aumentó de forma moderada, mientras que, en la zona del euro, experimentó primero un ligero descenso y después volvió a disminuir en la segunda mitad del año, debido, en parte, a la rebaja temporal del IVA en Alemania (gráfico E). En las dos regiones la reducción de la inflación subyacente se atribuye principalmente a los componentes más afectados por las medidas de distanciamiento social. Entre los más afectados se incluyen los servicios relacionados con viajes y turismo/transporte y los artículos de vestir y calzado⁷. La contribución de otros bienes a la inflación fue positiva en Estados Unidos, pero negativa en la zona del euro (gráfico E)⁸. Si se corrige por el impacto de la rebaja del IVA en Alemania, el Índice Armonizado de Precios de Consumo, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), de la zona del euro habría registrado una caída menos

⁷ En la zona del euro, los viajes internacionales representan la mayor parte del impacto negativo sobre los precios derivado de los desplazamientos; véase el recuadro titulado «[Los precios de los servicios de turismo y viajes durante la pandemia de COVID-19: ¿hay similitudes entre países y componentes?](#)» *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

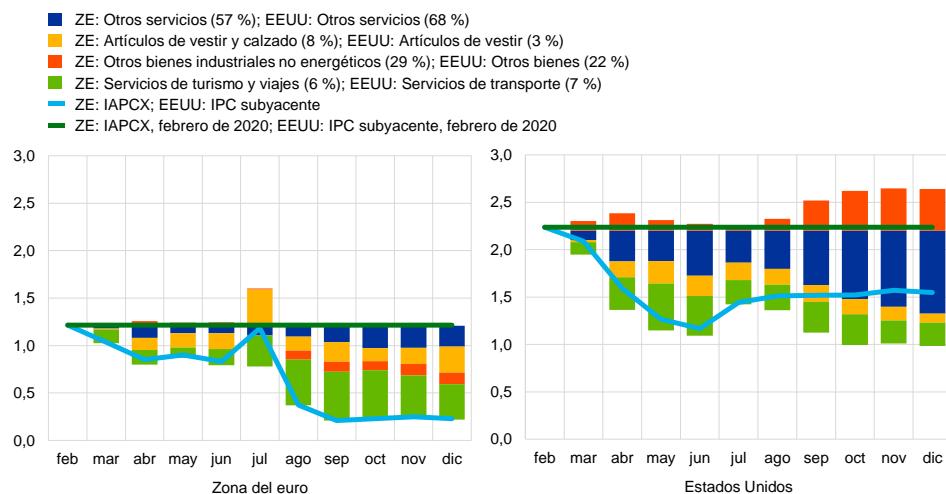
⁸ Parte de las diferencias observadas en las tasas de inflación podrían atribuirse a la disparidad de ponderaciones de los componentes de la cesta de consumo. Con todo, es poco probable que esta disparidad pueda explicar plenamente los distintos desarrollos que se produjeron desde el principio de la pandemia: por ejemplo, la tasa de variación de los precios de otros bienes industriales no energéticos ha ido descendiendo en Europa (también como consecuencia de la rebaja temporal del IVA en Alemania), mientras que la tasa de variación de los precios de los bienes distintos de los artículos de vestir ha contribuido de forma positiva a la inflación estadounidense en los últimos meses. Para consultar un análisis del impacto de los cambios de las ponderaciones del IAPC en la inflación de la zona del euro en 2021, véase el recuadro 6 de este *Boletín Económico*.

pronunciada en la segunda mitad de 2020, aunque seguiría estando considerablemente por debajo de los niveles anteriores a la pandemia⁹.

Gráfico E

Inflación subyacente en la zona del euro y en Estados Unidos en 2020

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales con respecto a febrero de 2020)



Fuentes: Cálculos del BCE, Eurostat y Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos.

Notas: Los porcentajes de la cesta subyacente se indican entre paréntesis. En la zona del euro (ZE), el IAPCX es el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. En Estados Unidos, el IPC subyacente excluye los precios de los alimentos y de la energía. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2020.

En conclusión, la mayor severidad de las medidas relacionadas con la pandemia y, hasta cierto punto, el menor apoyo fiscal de la zona del euro en comparación con Estados Unidos, pueden haber contribuido a que los resultados económicos hayan sido diferentes. La inflación fue más reducida en la zona del euro, también como consecuencia de factores especiales como la rebaja temporal del IVA alemán. Las políticas adoptadas en esta zona parecen haber favorecido más el empleo, mientras que en Estados Unidos la atención se centró en políticas de ingresos más amplias.

⁹ Véase, por ejemplo, el gráfico 8 en *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

El *stock* de capital de la zona del euro desde el comienzo de la pandemia de COVID-19

Julien Le Roux

En este recuadro se examinan la evolución más reciente del *stock* de capital de la zona del euro y sus principales determinantes. Más concretamente, se describe el papel que han jugado la inversión y la depreciación y los retiros de activos fijos en la evolución del *stock* de capital. También se muestra la medida en la que la dinámica reciente es similar a la registrada durante la gran crisis financiera y la posterior crisis de deuda soberana en la zona del euro¹. El análisis se fundamenta principalmente en las estimaciones trimestrales del *stock* de capital del Banco Central Europeo (BCE), que se basan en un modelo de optimización con restricciones que utiliza datos anuales de Eurostat (con un desfase de dos años) y técnicas de desagregación temporal². Por tanto, sobre todo el análisis y los datos recientes deberían considerarse con cautela y podrían estar sujetos a revisiones significativas en el futuro.

El *stock* de capital es un factor fundamental en el análisis desde el lado de la oferta. Por tanto, el estudio de las variaciones del *stock* de capital es esencial para estimar de qué forma se ha visto afectado el crecimiento potencial durante la crisis del coronavirus (COVID-19)³. Además, el capital por trabajador —o intensidad del capital— es clave también para evaluar las tendencias de la productividad del trabajo. Así, estudiar la evolución del *stock* de capital en el período reciente es de suma importancia para el análisis de los efectos a medio y largo plazo de la crisis del COVID-19 en los factores de oferta y en el crecimiento potencial.

Se estima que el crecimiento del *stock* de capital real ha disminuido moderadamente a raíz de la crisis del COVID-19. Tras haber aumentado de forma continuada desde principios de 2017, el *stock* de capital real de la zona del euro aumentó un 1 %, en términos interanuales, en el segundo y el tercer trimestre de 2020, después de registrar un incremento del 1,1 % en el primer trimestre de ese año (gráfico A). Esta estabilidad relativa del *stock* de capital oculta los efectos que la

¹ En este recuadro se pone el foco en el *stock* de capital tanto público como privado. Sin embargo, el *stock* de capital y la inversión de la zona del euro están formados, en su mayor parte, por activos del sector privado (alrededor de un 85 % tanto en la inversión como en el *stock* de capital).

² Véase Z. Hofmeister y R. van der Helm, «*Estimating non-financial assets by institutional sector for the euro area*», *Statistics Paper Series*, n.º 23, BCE, mayo de 2017. La metodología se basa principalmente en una desagregación temporal del *stock* de capital anual utilizando la información trimestral sobre la formación bruta de capital fijo (FBCF) como un indicador del perfil trimestral. La desagregación temporal se aplica a la primera diferencia del *stock* de capital anual; el *stock* de capital trimestral resultante (que incluye la previsión de los trimestres más recientes) es equilibrado para garantizar una matriz de activos balanceada por sectores. En relación con los casos en los que no se dispone de datos anuales del *stock* de capital debido al desfase de publicación de dos años, estas cifras anuales se calculan usando un método de inventario permanente (MIP) o la denominada «ecuación de acumulación del capital». Los coeficientes para los años más recientes, cuando no se encuentran disponibles, son extrapolados en función de la evolución pasada, el MIP «inverso» o la información de expertos.

³ Véase el artículo titulado «*The impact of COVID-19 on potential output in the euro area*», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020.

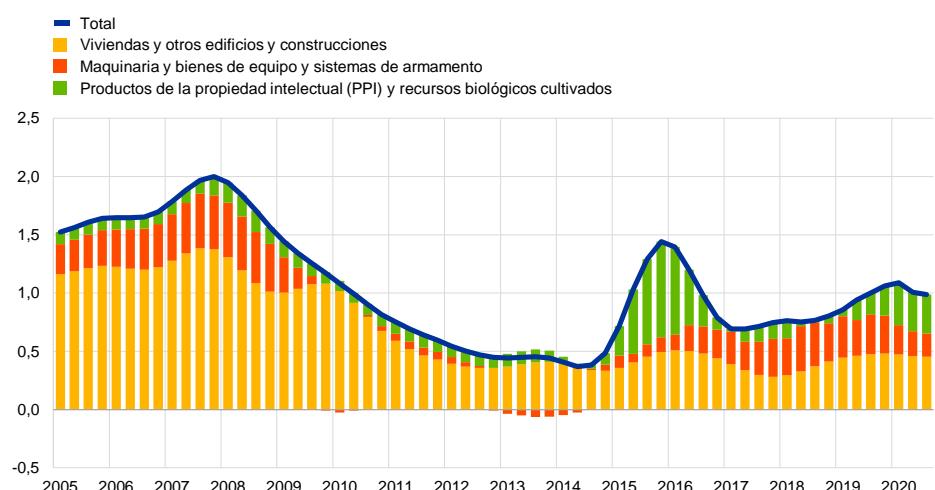
crisis puede tener sobre su valor. La asimetría sectorial de la perturbación provocada por la pandemia puede implicar pérdidas significativas en el valor del *stock* de capital a escala sectorial. Por ejemplo, las compañías aéreas ya han saneado el valor de algunos de sus activos⁴. Este efecto de valoración no es apreciable, al menos a corto plazo, en el volumen del *stock* de capital. Además, el impacto limitado de la crisis en el *stock* de capital enmascara una gran heterogeneidad entre activos. Por tipos de activo, la maquinaria y bienes de equipo por una parte, y los productos de la propiedad intelectual (PPI) por otra, contribuyeron notablemente a la ralentización del crecimiento del *stock* de capital real. En cambio, la aportación de las viviendas y otros edificios y construcciones a su desaceleración fue más discreta (gráfico A).

Gráfico A

Resiliencia del crecimiento del *stock* de capital hasta la fecha

Contribución de los activos al crecimiento del *stock* de capital real

(tasa de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

En conjunto, el crecimiento del *stock* de capital real se ha mantenido

relativamente estable desde el estallido de la pandemia. Observar los primeros trimestres de 2020 e intentar hacer comparaciones con lo ocurrido durante las crisis de 2008 y 2011 es un ejercicio difícil. La crisis del COVID-19 no ha terminado aún y su naturaleza es distinta a la de la gran crisis financiera y a la de la crisis de deuda soberana, que fueron crisis económicas derivadas de crisis financieras. La pandemia está golpeando al sector servicios con mayor dureza, mientras que afecta con algo menos de vigor a los sectores más intensivos en capital, como las manufacturas. Tras la gran crisis financiera, el crecimiento del *stock* de capital cayó gradualmente desde un ritmo medio anual superior al 1,5 % antes de 2008 hasta alrededor del 0,4 % en el período comprendido entre 2011 y 2014 (gráfico A). La recuperación de su crecimiento no comenzó hasta principios de 2014, impulsada por el repunte combinado de la maquinaria y bienes de equipo y de los productos de la propiedad intelectual. Sin embargo, esta evolución a medio y largo plazo tras la crisis del COVID-19 todavía no es

⁴ Véase «[All you need to know about aircraft values in 2021](#)», International Bureau of Aviation, febrero de 2021.

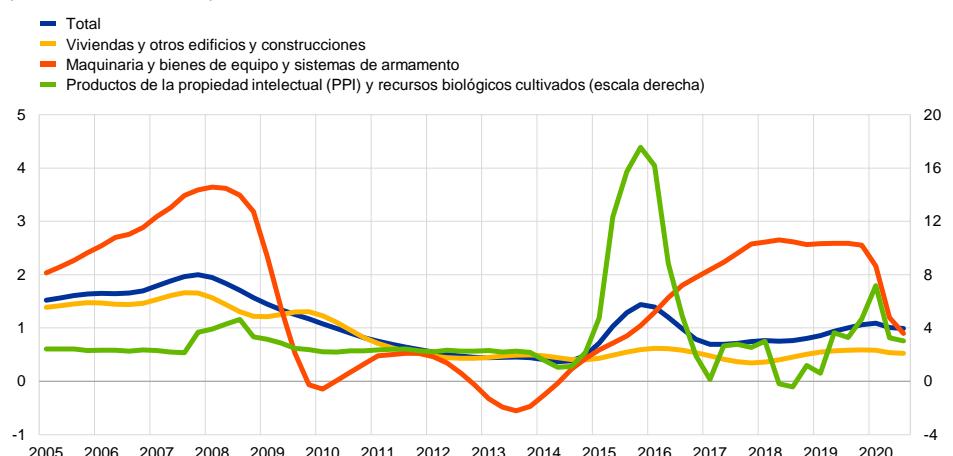
visible. Actualmente, como en 2008 y en 2011, el crecimiento del capital en maquinaria y bienes de equipo se ha visto seriamente afectado por la crisis del COVID-19 (gráfico B). En cambio, la inversión en viviendas y otros edificios y construcciones sigue resistiendo por el momento —en la misma medida que en 2008 y en 2011—. No obstante, respecto a esta última, la crisis de 2008 tuvo efectos adversos a largo plazo. Por último, en cuanto a los productos de la propiedad intelectual, las comparaciones con la gran crisis financiera se complican debido a la relocalización de los ingresos de las ventas y de los activos inmateriales de varias empresas multinacionales de algunos países en los últimos años⁵. Después de observar tres trimestres de crisis, la desaceleración del crecimiento del *stock* de capital en productos de la propiedad intelectual es más intensa que en 2008 y en 2011, pero el punto de partida también es más alto (gráfico B).

Gráfico B

Crecimiento del *stock* de capital total y heterogeneidad del crecimiento entre activos

Crecimiento del *stock* de capital real por activos

(tasa de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Es probable que la moderada caída del crecimiento del *stock* de capital sea consecuencia de la menor inversión, compensada, en parte, por un ligero descenso de la depreciación⁶. La formación bruta de capital fijo cayó en la zona del euro en la primera mitad de 2020, con efectos negativos sobre el *stock* de capital. Los datos iniciales disponibles, aunque son preliminares, sugieren que la evolución del *stock* de capital se vio respaldada por tasas de depreciación más bajas.

⁵ En los últimos años, varias grandes empresas multinacionales han relocalizado sus actividades, en particular sus productos de la propiedad intelectual, a Irlanda. Como resultado, las ventas (producción) generadas utilizando propiedad intelectual contribuyeron significativamente a la inversión y al *stock* de capital de Irlanda. Véase M. Khder y J. Montornès, «*The impact of multinationals' transfers on Irish GDP*», *Eco Notepad*, n.º 202, Banque de France, febrero de 2021.

⁶ Las estimaciones del *stock* de capital neto se basan, en general, en el método del inventario permanente (MIP), que puede aproximarse por la ecuación de acumulación del capital, que relaciona el *stock* de capital neto (NCS_t) con la inversión ($GFCF_t$), los retiros y las tasas de depreciación δ_t y la revaluación β_t : $NCS_t = (1 - \delta_t + \beta_t)NCS_{t-1} + GFCF_t$. Para simplificar, en este recuadro la tasa de depreciación incluye tanto los activos desechados (o retirados) como el consumo de capital fijo, que representa el desgaste del capital necesario para la producción.

La perturbación del COVID-19 afectó negativamente al stock de capital de la zona del euro, principalmente a través de una disminución de la inversión. Pese a las condiciones de financiación favorables, el elevado nivel de incertidumbre ha afectado negativamente a las decisiones de inversión, especialmente a las de inversión empresarial. El descenso de la demanda interna y la caída de los márgenes empresariales han frenado el gasto en inversión. Por tanto, en términos interanuales, la formación bruta de capital fijo total cayó un 20 % en el segundo trimestre de 2020 y un 4,3 % en el tercero. La pandemia ha contenido drásticamente la inversión, mientras que, durante la gran crisis financiera, la disminución fue más lenta y menos pronunciada (gráfico C, panel a).

Pese a que el crecimiento de la inversión registró un mínimo histórico en la primera mitad de 2020, el descenso de este crecimiento no ha sido tan intenso como se hubiera podido esperar. Las variaciones de la inversión suelen ser de mayor magnitud que la del valor añadido —fenómeno que se conoce comúnmente como el «efecto acelerador»—. El efecto acelerador no se verificó durante la crisis del COVID-19. En 2020, en los principales países de la zona del euro, las variaciones de la inversión fueron de magnitud comparable a la del valor añadido (gráfico C, panel b)⁷. Varias razones podrían explicar la resiliencia de la formación bruta de capital fijo. Las sociedades no financieras se han adentrado en la pandemia, en general, con balances saneados, y el canal del crédito ha permanecido abierto para ellas. Es probable que el distanciamiento social y el teletrabajo también amplifiquen la necesidad de inversión en tecnología digital. Además, el hecho de tener que reorganizar las cadenas de producción puede haber generado nuevas oportunidades de inversión. Estos factores contribuyeron a la resiliencia del crecimiento del stock de capital.

⁷ Véase «[Economic outlook - February 2021](#)», Institut national de la statistique et des études économiques, Paris, p. 30-31.

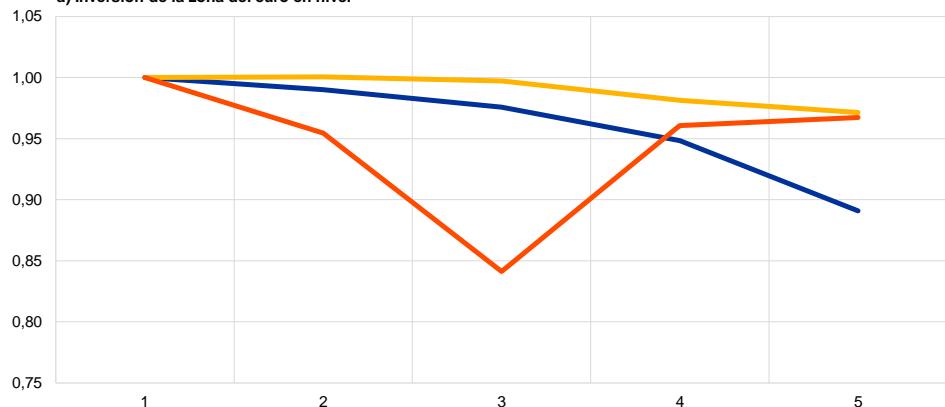
Gráfico C

Caída de la inversión en la zona del euro: comparación con recesiones anteriores

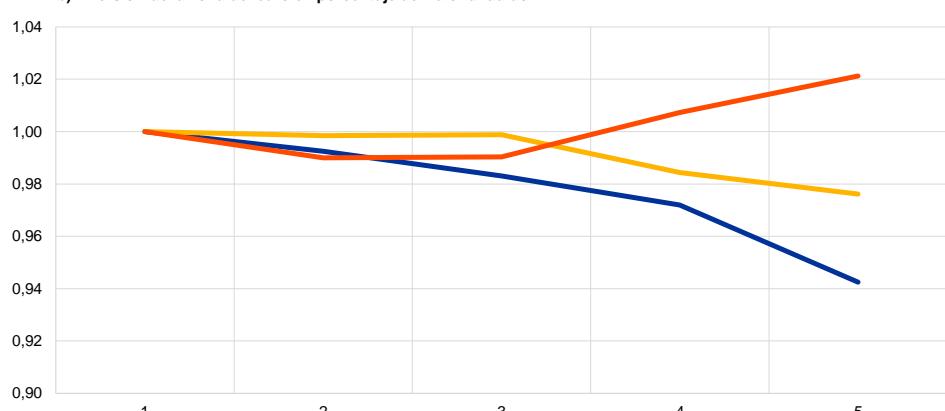
(eje de abscisas: trimestres; eje de ordenadas: puntos porcentuales)

- I TR 2008
- II TR 2011
- IV TR 2019

a) Inversión de la zona del euro en nivel



b) Inversión de la zona del euro en porcentaje del valor añadido



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la evolución de la formación bruta de capital fijo total durante cada recesión, donde el primer trimestre que precede a la recesión se fija en la unidad. El trimestre precedente a la recesión se muestra en la leyenda. Irlanda se excluye de la muestra, dada la elevada volatilidad que afecta a la inversión en este país en los últimos años.

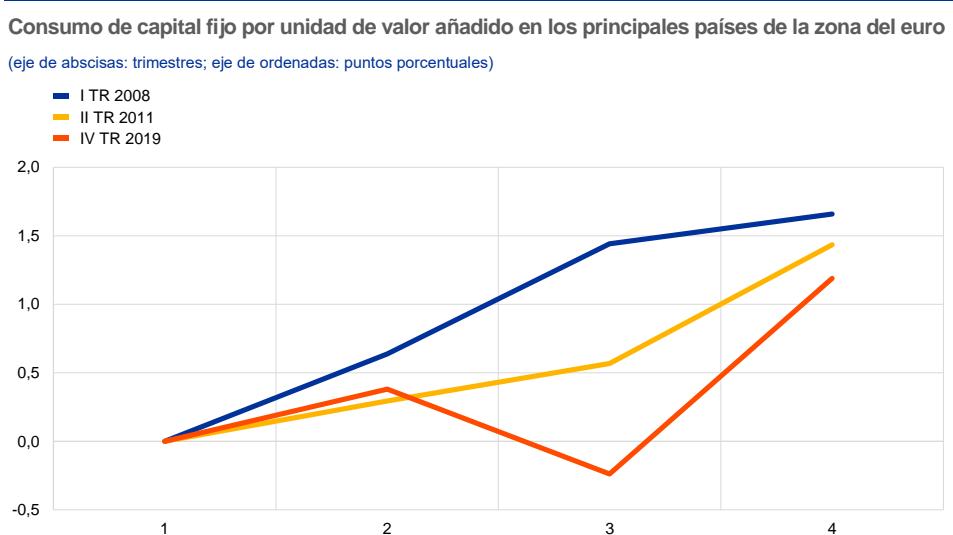
La menor tasa de depreciación compensó en parte el efecto de la menor inversión en el stock de capital. En teoría, los retiros y la depreciación de bienes de capital podrían haberse visto afectados de distinta forma por el COVID-19. Por una parte, las liquidaciones de empresas pueden llevar a que se retiren algunos bienes de capital antes del final de su vida útil. Sin embargo, por otra, la vida de los activos existentes puede prolongarse gracias a una utilización menos intensiva, por ejemplo, si permanecieron ociosos durante el confinamiento. También se ha argumentado que la depreciación de los bienes capital sería procíclica y estaría asociada a períodos de mayor mantenimiento del bien en períodos de recesión⁸. Hay evidencia que sugiere que el efecto de un desgaste menor del capital dominó durante los tres primeros trimestres de 2020, lo que llevó a una menor depreciación del stock de capital. De los datos sobre el stock de capital y la inversión es posible extraer una tasa de depreciación que,

⁸ A. Albonico, E. Pappa y K. Sarantis, «Capital maintenance and depreciation over the business cycle», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 39, Issue C, Elsevier, 2014, pp. 273-286.

aunque con un cierto grado de incertidumbre, parece haber descendido en la zona del euro y en sus principales países en los primeros trimestres de 2020. Además, el consumo de capital fijo, que, no obstante, no tiene en cuenta los retiros de capital⁹, se desaceleró en 2020 (gráfico D). Esto refleja el menor uso y desgaste de la capacidad productiva. Al mismo tiempo, es probable que las actuales medidas de política económica, en forma de avales para préstamos y reparto parcial de los costes salariales en el marco de los programas de regulación temporal de empleo, hayan protegido a las empresas de la liquidación y evitado el retiro de bienes de capital. Por tanto, parece que, al menos temporalmente, la tasa de depreciación también ha respaldado la evolución del *stock* de capital.

Gráfico D

Caída del consumo de capital fijo: comparación con recesiones anteriores



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las variaciones acumuladas del consumo de capital fijo por unidad de valor añadido, donde el primer trimestre que precede a la recesión se fija en la unidad. El trimestre precedente a la recesión se muestra en la leyenda. Debido a la volatilidad de algunas series o a la falta de datos en algunos países, en este gráfico se representa la variación total observada en Alemania, Francia, Italia y España.

De cara al futuro, los efectos a largo plazo de la crisis del COVID-19 sobre el *stock* de capital son muy inciertos, especialmente en un contexto de cambios estructurales importantes. El desfase de dos años en la publicación de los datos estadísticos oficiales sobre el *stock* de capital dificulta el análisis acerca de los cambios recientes y en curso ocurridos en este agregado. Por una parte, no puede descartarse que la pandemia tenga efectos duraderos y persistentes sobre el *stock* de capital. El fin de las medidas específicas de apoyo podría dar lugar a un aumento de las quiebras de empresas y de los retiros de capital, así como a un menor crecimiento de la inversión. Por otra parte, la pandemia también podría provocar, o acelerar, cambios estructurales en la economía. El paquete de fondos «Next Generation EU», por ejemplo, reforzará las iniciativas de inversión nacionales. Otros factores de largo plazo también podrían afectar en gran medida al *stock* de capital. Por ejemplo, se espera que

⁹ En promedio, para la zona del euro, el consumo de capital fijo representa la mitad de la depreciación del capital, y el resto son retiros de bienes de capital.

el cambio climático conduzca a una renovación del *stock* de capital. En la reciente encuesta anual a empresas del Banco Europeo de Inversiones (BEI) se llega a la conclusión de que dos de cada tres empresas de la UE han realizado inversiones, o prevén realizarlas, para abordar los impactos de fenómenos meteorológicos y reducir las emisiones de carbono¹⁰.

¹⁰ Véase «[EIB Group survey on investment and investment finance 2020](#)», Banco Europeo de Inversiones, 1 de diciembre de 2020.

3

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 4 de noviembre de 2020 y el 26 de enero de 2021

Daniel Gybas y Christian Lizarazo

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez durante el séptimo y el octavo período de mantenimiento de reservas de 2020. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 4 de noviembre de 2020 y el 26 de enero de 2021 (el «período de referencia»). El 10 de diciembre de 2020, el Consejo de Gobierno del BCE ajustó varios de sus instrumentos de política monetaria. Decidió incrementar la dotación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) en 500 mm de euros hasta un total de 1.850 mm de euros, y ampliar nueve meses el horizonte de las compras de este programa, al menos hasta el final de marzo de 2022. Además, se ofrecieron tres operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) adicionales y el período durante el que se aplicarán condiciones considerablemente más favorables se extendió doce meses, hasta junio de 2022. Para obtener una descripción detallada de las medidas, véase número 8/2020 del Boletín Económico.

Los niveles de liquidez del banco central en el sistema bancario siguieron aumentando durante el período de referencia. Esta evolución se debió principalmente a las adquisiciones de activos realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del PEPP, así como a la liquidación de la TLTRO III.6, y también a un moderado descenso de los factores autónomos netos.

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 2.026,3 mm de euros en el período de referencia, lo que representa un descenso de 18,2 mm de euros. Este descenso, hasta niveles inferiores a los observados durante el período de referencia anterior (el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2020), fue atribuible a una disminución de 20,1 mm de euros, hasta un importe de 1.881,5 mm de euros, de los factores autónomos netos, que fue mayor que el ligero aumento (1,8 mm de euros hasta una cifra de 144,8 mm de euros) registrado en las exigencias de reservas mínimas (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»).

Por su parte, la disminución de los factores autónomos netos estuvo determinada fundamentalmente por la reducción de los depósitos de las Administraciones Públicas, lo que supuso una reversión parcial de la tendencia al alza que llevaba observándose desde marzo de 2020. Estos

depósitos registraron un descenso de 141,1 mm de euros (un 19 %) y se situaron en 588,7 mm de euros. En conjunto, pese a la caída desde los máximos históricos alcanzados en septiembre de 2020, los depósitos de las Administraciones Públicas siguen más que duplicando el promedio de 213,1 mm de euros contabilizado en el mismo período (del 4 de noviembre al 26 de enero) de años anteriores (2020, 2019 y 2018). Es probable que el crecimiento extraordinariamente rápido de dichos depósitos entre marzo y septiembre de 2020 se debiera a un cambio en la gestión de tesorería por parte de los Gobiernos de la zona del euro durante la crisis del coronavirus (COVID-19). Con todo, aunque el descenso de estos depósitos durante el período de referencia podría señalar el inicio de un proceso de normalización, es posible que su evolución siga siendo sensible al desarrollo de la crisis del COVID-19. La caída de los depósitos de las Administraciones Públicas se vio parcialmente compensada por el aumento de los billetes en circulación (de 31,8 mm de euros, hasta una cifra de 1.416,7 mm de euros) y de otros factores autónomos (de 32 mm de euros, hasta un importe de 915,7 mm de euros). En total, los factores autónomos de absorción de liquidez disminuyeron 77,4 mm de euros y se situaron en 2.921 mm de euros. Esta disminución se vio contrarrestada, en parte, por la caída de 57,2 mm de euros de los factores autónomos de provisión de liquidez, que se cifraron en 1.039,8 mm de euros, y que tuvo su origen en el retroceso de los activos netos denominados en euros. En conjunto, el efecto neto de absorción de liquidez procedente de los factores autónomos disminuyó en 20,1 mm de euros, hasta un importe de 1.881,5 mm de euros. En el cuadro A se presentan los factores autónomos considerados anteriormente y sus variaciones.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021					Período de referencia anterior: 22 julio a 3 de noviembre de 2020		
	Séptimo y octavo período de mantenimiento	Séptimo período de mantenimiento: 4 de noviembre a 15 de diciembre	Octavo período de mantenimiento: 16 de diciembre a 26 de enero	Quinto y sexto período de mantenimiento				
Factores autónomos de liquidez	2.921,0	(-77,4)	2.966,1	(-56,7)	2.875,8	(-90,3)	2.998,3	(+149,0)
Billetes en circulación	1.416,7	(+31,8)	1.403,9	(+14,8)	1.429,4	(+25,5)	1.384,9	(+27,3)
Depósitos de las AAPP	588,7	(-141,1)	647,0	(-101,9)	530,3	(-116,7)	729,7	(+146,7)
Otros factores autónomos (netos) ¹⁾	915,7	(+32,0)	915,2	(+30,4)	916,1	(+1,0)	883,7	(-25,1)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	2.850,3	(+287,6)	2.816,7	(+163,3)	2.883,9	(+67,2)	2.562,7	(+529,6)
Exigencias de reservas mínimas²⁾	144,8	(+1,8)	144,0	(+0,4)	145,5	(+1,5)	142,9	(+2,6)
Facilidad de depósito	561,2	(+125,8)	535,4	(+74,7)	586,9	(+51,5)	435,4	(+104,8)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

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

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

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021					Período de referencia anterior: 22 julio a 3 de noviembre de 2020
	Séptimo y octavo período de mantenimiento	Séptimo período de mantenimiento: 4 de noviembre a 15 de diciembre	Octavo período de mantenimiento: 16 de diciembre a 26 de enero	Quinto y sexto período de mantenimiento		
Factores autónomos de liquidez	1.039,8 (-57,2)	1.092,9 (-3,1)	986,7 (-106,2)	1.097,0 (+41,6)		
Activos exteriores netos	856,8	(-8,4)	865,1	(+0,7)	848,6	(-16,5)
Activos netos denominados en euros	183,0	(-48,8)	227,8	(-3,8)	138,1	(-89,7)
Instrumentos de política monetaria	5.437,7 (+395,1)	5.369,6 (+184,7)	5.505,8 (+136,2)	5.042,6 (+744,3)		
Operaciones de mercado abierto	5.437,7	(+395,1)	5.369,6	(+184,7)	5.505,8	(+136,2)
Operaciones de subasta	1.773,9	(+125,9)	1.754,9	(+45,8)	1.792,9	(+38,0)
OPF	0,4	(-0,9)	0,5	(-0,8)	0,3	(-0,2)
OFPML a tres meses	0,9	(-0,7)	0,9	(-0,3)	0,9	(-0,0)
Operaciones TLTRO II	22,5	(-17,9)	29,3	(-4,7)	15,7	(-13,6)
Operaciones TLTRO III	1.724,2	(+141,5)	1.699,0	(+49,8)	1.749,4	(+50,4)
OFPML puente (<i>bridge</i> LTRO)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
PELTRO	25,9	(+3,9)	25,3	(+1,8)	26,6	(+1,3)
Carteras en firme	3.663,8	(+269,2)	3.614,7	(+138,9)	3.712,9	(+98,2)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,7	(-0,0)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	287,3	(+1,5)	286,8	(-0,0)	287,8	(+1,0)
Programa para los mercados de valores	28,6	(-4,5)	28,6	(-3,4)	28,6	(+0,0)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	29,7	(+0,1)	29,9	(+0,6)	29,6	(-0,3)
Programa de compras de valores públicos	2.337,1	(+53,9)	2.329,0	(+29,0)	2.345,2	(+16,2)
Programa de compras de bonos corporativos	249,9	(+17,6)	247,9	(+9,7)	252,0	(+4,1)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	727,9	(+200,6)	689,4	(+103,0)	766,5	(+77,1)
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: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021					Período de referencia anterior: 22 julio a 3 de noviembre de 2020
	Séptimo y octavo período de mantenimiento	Séptimo período de mantenimiento: 4 de noviembre a 15 de diciembre	Octavo período de mantenimiento: 16 de diciembre a 26 de enero	Quinto y sexto período de mantenimiento		
Necesidades de liquidez agregadas ¹⁾	2.026,3 (-18,2)	2.017,5 (-53,2)	2.035,0 (+17,5)	2.044,5 (+109,8)		
Factores autónomos netos ²⁾	1.881,5 (-20,1)	1.873,5 (-53,6)	1.889,5 (+16,0)	1.901,6 (+107,3)		
Exceso de liquidez ³⁾	3.411,4 (+413,4)	3.352,1 (+238,0)	3.470,8 (+118,7)	2.998,0 (+634,5)		

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 cuadro también se incluyen las partidas en curso de liquidación en los factores autónomos netos.

3) Se calcula como la suma de los saldos en 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: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021					Período de referencia anterior: 22 julio a 3 de noviembre de 2020
	Séptimo y octavo período de mantenimiento	Séptimo período de mantenimiento: 4 de noviembre a 15 de diciembre	Octavo período de mantenimiento: 16 de diciembre a 26 de enero	Quinto y sexto período de mantenimiento		
OPF	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	
Eonia ¹⁾	-0,475 (-0,01)	-0,471 (-0,00)	-0,478 (-0,01)	-0,468 (-0,01)	-0,468 (-0,01)	
ESTR	-0,559 (-0,01)	-0,556 (+0,00)	-0,562 (-0,01)	-0,553 (-0,01)	-0,553 (-0,01)	

Fuente: BCE.

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

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

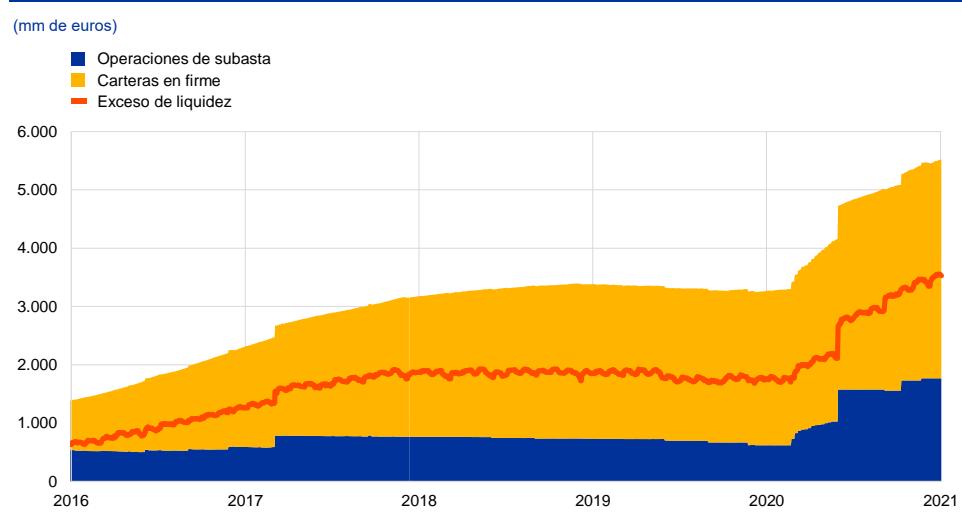
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria aumentó en 395,1 mm de euros, hasta un importe de 5.437,7 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A). Alrededor del 68 % de este aumento de liquidez fue el resultado de las compras netas realizadas en el marco de los programas de compras de activos, sobre todo al amparo del

PEPP, mientras que el 32 % restante se debió a operaciones de crédito, principalmente en relación con la adjudicación de la TLTRO III.6 en diciembre.

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 26 de enero de 2021.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito aumentó en 125,9 mm de euros durante el período de referencia, debido principalmente a la liquidación de la sexta operación del programa TLTRO III. El incremento medio de 141,5 mm de euros en 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 en detrimento de las TLTRO II. Los vencimientos y reembolsos de las TLTRO II ascendieron, en promedio, a 17,9 mm de euros. Las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) aportaron otros 3,9 mm de euros de liquidez. La operación principal de financiación (OPF) y las OFPML a tres meses continúan desempeñando un papel solo marginal y, en promedio, el recurso a las dos operaciones regulares de financiación se redujo en 1,6 mm de euros, hasta un importe de 1,3 mm de euros, en comparación con el período de referencia anterior.

Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron en 269,2 mm de euros, hasta situarse en 3.663,8 mm de euros, debido a 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 727,9 mm de euros, lo que representa un incremento de 200,6 mm de euros con respecto al promedio del período de referencia anterior. Las adquisiciones realizadas en el contexto de este programa supusieron el mayor aumento, con diferencia, de todos los programas de compra de activos, seguidas de las del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y de las del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés), que, en promedio,

registraron un alza de 53,9 mm de euros (hasta 2.337,1 mm de euros) y de 17,6 mm de euros (hasta 249,9 mm de euros), respectivamente.

Exceso de liquidez

El exceso medio de liquidez aumentó en 413,4 mm de euros, hasta un importe de 3.411,4 mm de euros (gráfico A). Los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas registraron un incremento de 287,6 mm de euros y se situaron en 2.850,3 mm de euros, mientras que el recurso a la facilidad de depósito creció, en promedio, en 125,8 mm de euros, hasta un importe de 561,2 mm de euros. La exención parcial de la aplicación de la remuneración negativa del tipo de la facilidad de depósito al exceso de liquidez en el marco del sistema de dos tramos solo se aplica 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 mantenerlas en la facilidad de depósito hasta el límite de la exención concedida con arreglo a dicho sistema. Los saldos por encima del importe exento a menudo permanecen en la facilidad de depósito por motivos de conveniencia operativa o de tratamiento regulatorio.

Evolución de los tipos de interés

Durante el período de referencia, el €STR se mantuvo básicamente sin variación, en promedio, con respecto al período anterior. El €STR se situó, en promedio, en -55,9 puntos básicos durante el período analizado, frente a una media de -55,3 puntos básicos en el período de referencia precedente. Desde octubre de 2019, el eonia se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Por consiguiente, su evolución fue y seguirá siendo paralela a la del €STR. Los tipos oficiales del BCE, incluidos los tipos de interés de la facilidad de depósito, de la operación principal de financiación y de la facilidad marginal de crédito, no variaron durante el período de referencia.

El impacto de las medidas de contención en distintos sectores y países durante la pandemia de COVID-19

Niccolò Battistini y Grigor Stoevsky

Las medidas adoptadas para contener la pandemia de coronavirus (COVID-19) tuvieron un impacto heterogéneo en la actividad económica de distintos sectores y países de la zona del euro en 2020. Las prohibiciones de celebrar eventos públicos, los estrictos confinamientos y las restricciones a numerosas actividades que se impusieron en la primavera de 2020 afectaron drásticamente a la economía, y el PIB de la zona de la zona retrocedió un 15 % en la primera mitad del año. Desde entonces, tanto las autoridades como los hogares y las empresas han aprendido a responder de forma más eficaz, y las medidas de contención son más focalizadas con el fin de reducir su impacto económico. Con todo, sigue habiendo una incertidumbre considerable en torno a la evolución de la pandemia, a las medidas de contención y a las repercusiones económicas asociadas. En este contexto, en este recuadro se estudia el impacto económico heterogéneo de las medidas para contener el COVID-19 implementadas en diversos sectores y en los cinco países con mayor peso en la zona del euro, y también cómo este impacto ha ido cambiando con el tiempo¹.

Las actividades que requieren interacción social fueron las más seriamente afectadas en todos los países de la zona del euro analizados. No obstante, las estructuras económicas específicas de cada país (composición sectorial y grado de apertura), las medidas de contención (composición de las políticas adoptadas a nivel regional e intersectorial), las respuestas de política económica y las características institucionales contribuyeron a que las pérdidas económicas observadas en 2020 fueran muy heterogéneas en los distintos países (gráfico A)². En comparación con el agregado de la zona del euro, las menores pérdidas económicas totales se registraron en Alemania y Países Bajos, ya que los servicios creativos tienen menos peso en el valor añadido bruto (VAB) real total en Alemania (un 20 % en 2019, frente a un 22,5 % en la zona del euro en su conjunto), y en esos dos países resultaron menos afectados³. El retroceso de la actividad fue

¹ Los sectores analizados abarcan el total de la economía, en concreto: agricultura (clasificación NACE Rev. 2: A); otras industrias (B, D y E); industria manufacturera (C); construcción (F); comercio, transporte y hostelería (G, H e I); información y comunicaciones (J); actividades financieras y de seguros (K); actividades inmobiliarias (L); actividades profesionales y técnicas (M y N); Administración Pública (O, P y Q), y actividades artísticas y de entretenimiento (R, S, T y U).

² Para una descripción de las diferencias en las medidas fiscales discrecionales adoptadas en relación con el COVID-19 en los distintos países, véase el artículo titulado «*The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis*», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021, y para un análisis del impacto de las características institucionales en la efectividad de las políticas de contención en los diferentes países, véase «*Lessons learnt or squandered? The evolving policy response and effectiveness of measures to deal with the pandemic*», Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, de próxima publicación.

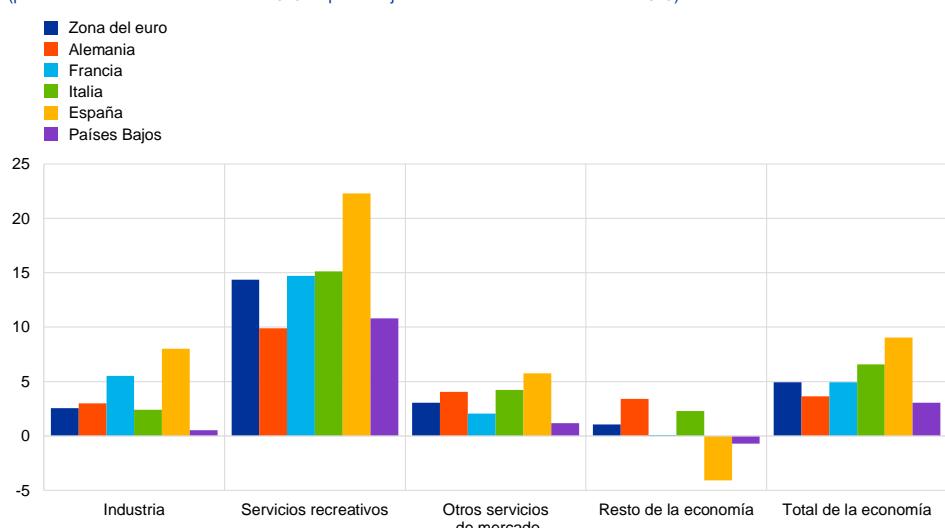
³ Las menores pérdidas económicas observadas en los servicios creativos de Alemania y Países Bajos, se deben, entre otros factores, a los efectos menos negativos de las perturbaciones registradas en el turismo internacional en estos dos países, en comparación con otros países con peso en la zona del euro. Véanse los recuadros titulados «*Evolución del sector turístico durante la pandemia de Covid-19*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020, y «*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.

mayor en España e Italia, mientras que en Francia estuvo básicamente en línea con el agregado de la zona del euro. Con todo, dado que las pérdidas relativamente elevadas observadas en Italia también estuvieron determinadas, en parte, por la evolución de la demanda externa, el efecto perjudicial directo de las medidas de contención fue comparable, en líneas generales, con la media de la zona (como se muestra más adelante).

Gráfico A

Pérdidas económicas por sectores en los cinco países con mayor peso en la zona del euro

(pérdida de VAB real en el IV TR de 2020 en porcentaje del nivel del VAB en el IV TR de 2019)



Fuentes: Eurostat, T. Hale *et al.*, *op. cit.* (véase la nota 4 a pie de página), Eurosistema y cálculos del BCE.

Nota: «Industria» incluye los sectores B, C, D, E y F de la clasificación NACE Rev. 2; «servicios recreativos» comprende los sectores G, H, I, R, S, T y U; «otros servicios de mercado» abarca los sectores J, K, L, M y N; «resto de la economía» engloba los sectores A, O, P y Q, y «total de la economía» se refiere al PIB real.

Para cuantificar los efectos directos de las medidas de contención se utiliza un modelo de vectores autorregresivos (VAR, por sus siglas en inglés)

intersectorial. Se aplica un método econométrico a los datos sectoriales de la zona del euro y de los cinco países pertenecientes a la zona con mayor peso. El marco econométrico compara la actividad sectorial, medida por el VAB real, con un indicador que aproxima la severidad de las medidas de contención nacionales —el indicador Oxford Stringency Index (OSI)— que es un indicador comparable entre países⁴. Con el fin de controlar por las diferencias en las estructuras económicas de los países de la zona del euro en términos de sus redes de producción y grado de apertura, el modelo también vincula la actividad sectorial a una medida de la

⁴ Véase 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. El OSI agregado de la zona del euro se calcula como una media ponderada por el PIB de 2019 de 18 países de la zona (no se dispone de información sobre Malta). Cada OSI nacional es un índice sintético que resume las diversas políticas de contención y de suspensión de actividades, como cierres de centros educativos y restricciones a la movilidad. El OSI solo está disponible a escala nacional y no recoge las diferencias en las medidas de contención aplicadas en distintas regiones de un país.

demandas externas de cada país⁵. De este modo se puede identificar el impacto directo de las políticas de contención nacionales sobre sectores específicos y, al mismo tiempo, controlar por los efectos de factores externos, como las disrupciones en las cadenas globales de suministro derivadas de la mayor o menor vocación exportadora de los distintos sectores.

El modelo tiene en cuenta la posibilidad de que el impacto económico de las medidas de contención del COVID-19 varíe a lo largo del tiempo. Estas variaciones tienen su origen en un proceso de aprendizaje, tanto por parte de las autoridades —a medida que ajustan la composición de las medidas en el ámbito regional y sectorial— como de los hogares y las empresas —a medida que se adaptan para minimizar las pérdidas económicas. En este recuadro se presentan los resultados que se basan en las estimaciones de las elasticidades sectoriales (tanto constantes como variables en el tiempo) que permiten determinar la sensibilidad del PIB real del conjunto de la economía a la severidad de las medidas de contención⁶. La evolución de las elasticidades que han variado a lo largo del tiempo es un reflejo del proceso de aprendizaje de los agentes económicos, así como, en sentido contrario, de la persistencia de las restricciones como una de las secuelas duraderas derivadas de la pandemia⁷.

Mientras que el impacto de las medidas de contención nacionales en los servicios recreativos fue intenso, la contracción de la actividad de las manufacturas estuvo determinada, en gran parte, por factores externos. Estos servicios —que incluyen el comercio, el transporte, la hostelería y las actividades artísticas y de entretenimiento— muestran las mayores elasticidades (absolutas) ante variaciones del OSI, lo que indica que fueron los sectores más seriamente

⁵ La demanda externa de cada país se obtiene a partir de una media ponderada de las importaciones en términos reales de los socios comerciales y es una medida que se utiliza en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE/Eurosistema. Véanse el recuadro titulado «*Entorno internacional*», *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro*, BCE, marzo de 2021, «*A guide to the Eurosystem/BCE staff macroeconomic projection exercises*», BCE, julio de 2016, y K. Hubrich y T. Karlsson, «*Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises an overview*», *Occasional Paper Series*, n.º 108, BCE, marzo de 2010.

⁶ Los resultados relativos al PIB real agregado se obtienen ponderando los resultados de cada sector por su peso respectivo en el VAB real total en el cuarto trimestre de 2019.

⁷ La estimación se basa en datos sobre el VAB real de países y sectores concretos desde el primer trimestre de 1995 hasta el cuarto trimestre de 2020. Formalmente, la estimación individual para cada país a partir del modelo VAR intersectorial se puede representar como sigue:

$$Y_t = A + B Y_{t-1} - C_t \Delta s_t + D W_t + u_t$$

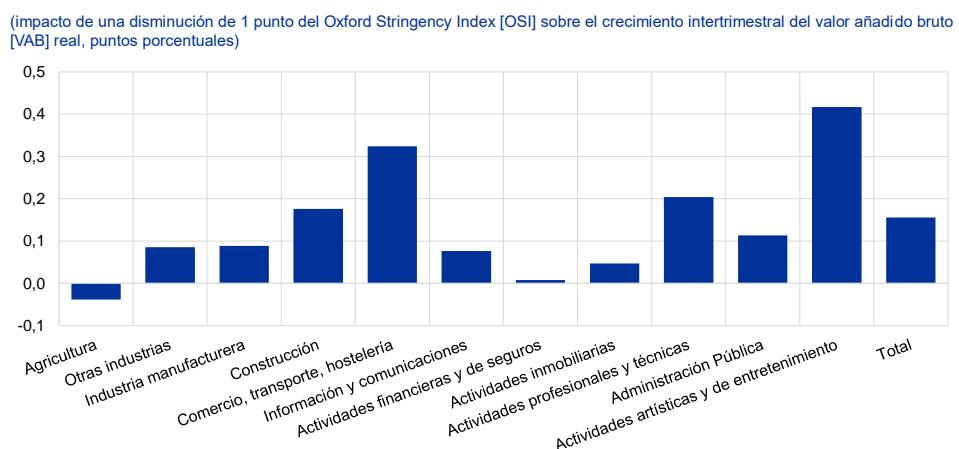
$$C_t = C_{t-1} + e_t$$

donde Δ se refiere al operador de primeras diferencias y $Y_t = [y_{1,t}, \dots, y_{s,t}, \dots, y_{11,t}]$ es el vector de las tasas de crecimiento intertrimestral del VAB real sectorial en el trimestre t . El vector de error u_t recoge el impacto económico agregado residual que ha influido en la actividad económica de los distintos sectores y que no está directamente relacionado ni con las medidas de contención ni con la demanda externa. Asimismo, A es un vector de parámetros constantes que se refiere a la tasa media de crecimiento del VAB real de sectores concretos, B es una matriz de parámetros autorregresivos que tiene en cuenta la dinámica intrasectorial e intersectorial, y C_t se refiere al vector de los parámetros de las elasticidades constantes o variables en el tiempo de sectores específicos en relación con las primeras diferencias de s_t , es decir, el impacto económico. La evolución de las elasticidades también captura los efectos de aprendizaje. Las variables s_t representan la severidad de las medidas de contención, aproximadas por la media del OSI en el trimestre t . El uso del modelo para el período de predicción requiere la utilización de supuestos sobre los valores futuros del OSI y de elasticidades variables en el tiempo. Una vez obtenidas las estimaciones de las elasticidades constantes con técnicas estándar, se aplica el filtro de Kalman para estimar la evolución temporal de las sensibilidades, que se supone que siguen un paseo aleatorio. La hipótesis de que los coeficientes siguen un proceso estocástico con paseo aleatorio es habitual en la literatura macroeconómica. Véase, entre otros, la contribución fundamental de R. King, C. Plosser, J. Stock y M. Watson, «*Stochastic Trends and Economic Fluctuations*», *American Economic Review*, vol. 81, n.º 4, 1991, pp. 819-840.

afectados por las medidas de contención (gráfico B). Aunque los confinamientos iniciales también afectaron a las plantas de producción, el impacto medio sobre las manufacturas de las restricciones impuestas en 2020 fue comparativamente pequeño, ya que la actividad de este sector está determinada relativamente en gran medida por la evolución de la demanda externa. De hecho, la elevada elasticidad de las manufacturas a la demanda externa (no se muestra) refleja el alto grado de apertura de este sector al comercio internacional. Ello apunta a los costes adicionales derivados de las disruptivas que se produjeron en las cadenas globales de suministro durante las fases iniciales de la pandemia y explica la fuerte recuperación posterior del sector, en consonancia con el comercio internacional que repuntó en la segunda mitad de 2020. Por último, la agricultura exhibe una elasticidad negativa y ciertamente parece haberse beneficiado, en promedio, de las restricciones, posiblemente debido a que los procesos de producción agrícolas requieren una interacción social limitada y cuentan con el apoyo de una demanda sostenida.

Gráfico B

Elasticidades sectoriales a la severidad de las medidas de contención en la zona del euro



Fuentes: Eurostat, T. Hale *et al.*, *op. cit.*, Eurosistema, O*NET y cálculos del BCE.

Notas: Las elasticidades sectoriales se estiman utilizando el modelo VAR intersectorial con parámetros constantes. «Total» se refiere al PIB real.

Las medidas de contención han incidido especialmente en sectores con ocupaciones que no pueden realizarse a distancia y que requieren un contacto estrecho. Aunque la heterogeneidad del impacto directo de las restricciones podría reflejar distintas características de cada sector, la evidencia reciente sugiere que las medidas de distanciamiento social han afectado más a sectores con menos posibilidades de trabajo en remoto (es decir, ocupaciones sin posibilidad de teletrabajo). Entre estos sectores, las actividades con mayor frecuencia de trabajo presencial en equipo o de interacción personal con clientes (esto es, ocupaciones intensivas en contacto) han sido las más afectadas⁸. Esto se ve confirmado por la correlación positiva entre las elasticidades sectoriales estimadas y un índice de

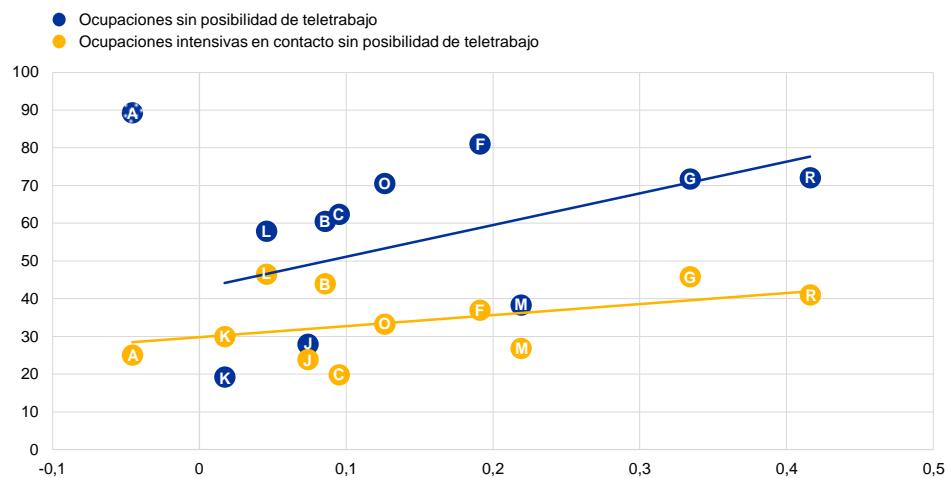
⁸ Véanse J. Dingel y B. Neiman, «How Many Jobs Can be Done at Home?», *Discussion Papers*, n.º 14584, Centre for Economic Policy Research, abril de 2020, y M. Koren y R. Pető, «Business disruptions from social distancing», *PLoS ONE*, septiembre de 2020.

ocupaciones sin posibilidad de teletrabajo (puntos de color azul del gráfico C), excluida la agricultura, así como entre dichas elasticidades y un índice de ocupaciones intensivas en contacto sin posibilidad de teletrabajo (puntos de color amarillo del gráfico C), incluida la agricultura⁹.

Gráfico C

Correlación de las elasticidades sectoriales con distintos tipos de ocupación en la zona del euro

(eje de abscisas: elasticidades sectoriales, puntos porcentuales; eje de ordenadas: porcentaje de trabajadores con ocupaciones sin posibilidad de teletrabajo o intensivas en contacto, porcentajes)



Fuentes: Eurostat, T. Hale *et al.*, *op. cit.*, Eurosistema, O*NET y cálculos del BCE.

Notas: Las elasticidades sectoriales se estiman utilizando el modelo VAR intersectorial con parámetros constantes. Las letras de los círculos se refieren a los siguientes sectores: agricultura (A); otras industrias (B); industria manufacturera (C); construcción (F); comercio, transporte y hostelería (G); información y comunicaciones (J); actividades financieras y de seguros (K); actividades inmobiliarias (L); actividades profesionales y técnicas (M); Administración Pública (O), y actividades artísticas y de entretenimiento (R). Los datos granulares sobre ocupaciones se han obtenido de la base de datos O*NET (véase O*NET OnLine, National Center for O*NET Development, 2020). El índice de ocupaciones sin posibilidad de teletrabajo se construye restando 100 al índice de ocupaciones con posibilidad de teletrabajo en J. Dingel y B. Neiman, *op. cit.* M. Koren y R. Pető, *op. cit.*, elaboran el índice de ocupaciones intensivas en contacto sin posibilidad de teletrabajo combinando un indicador de ocupaciones sin posibilidad de teletrabajo con un índice sintético del trabajo presencial en equipo, las interacciones con clientes, la presencia física y la comunicación. Estos datos granulares se agregan a los once sectores utilizando las ponderaciones del valor añadido de la NACE rev.2, clasificación a dos dígitos de las ramas de actividad de la World Input-Output Database 2014 para la zona del euro. La línea continua de color azul corresponde a la tendencia entre las elasticidades sectoriales y las ocupaciones sin posibilidad de teletrabajo en todos los sectores, excluida la agricultura, y la línea continua de color amarillo corresponde a la tendencia entre las elasticidades sectoriales y las ocupaciones intensivas en contacto sin posibilidad de teletrabajo en todos los sectores.

El efecto de las medidas de contención ha sido diferente de unos países a otros y ha cambiado con el tiempo, ya que los agentes económicos han aprendido a afrontar las restricciones. Las elasticidades variables en el tiempo estimadas recogen estos cambios (gráfico D). La rápida propagación de la pandemia hizo que la repercusión de los efectos de aprendizaje fuera escasa en la primera mitad de 2020, como indicó el pronunciado aumento de la sensibilidad de la actividad en un entorno de aumento de las restricciones, que fue similar en la mayoría de los sectores (gráfico D, panel a), sobre todo en el de servicios recreativos y en la industria (incluidas la industria manufacturera, la construcción y otras industrias), y en la mayor parte de los países (gráfico D, panel b), en especial en España. En cambio, los efectos de aprendizaje tuvieron un impacto significativo en la segunda mitad del año. En el tercer trimestre, las elasticidades se incrementaron considerablemente mientras se relajaron las restricciones, lo que

⁹ La agricultura es una ocupación sin posibilidad de teletrabajo, pero no es intensiva en contacto, por lo que se ha tratado como un caso atípico en la primera correlación.

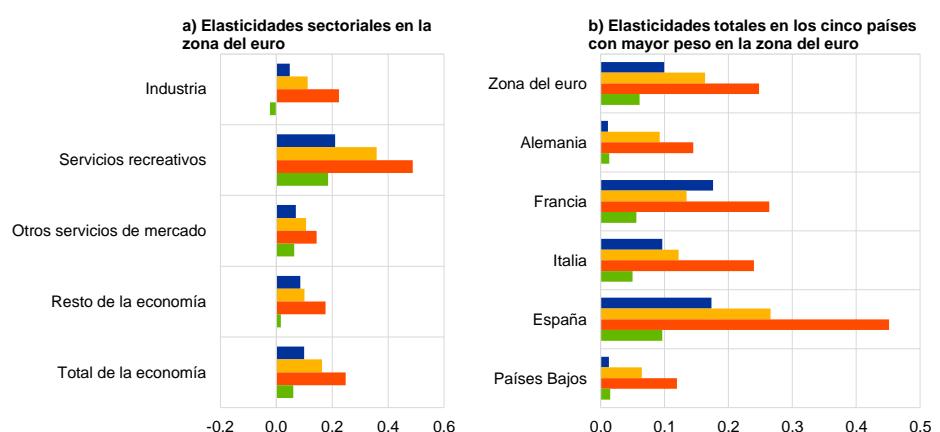
contribuyó a un fuerte repunte de la actividad. El proceso de aprendizaje siguió fortaleciéndose en el cuarto trimestre, cuando las elasticidades disminuyeron de forma acusada en un contexto de nuevo endurecimiento de las medidas, atenuando así la contracción económica. Este efecto fue relativamente pronunciado en la industria, así como en Alemania y Países Bajos. Aunque existe evidencia sólida de un aprendizaje a lo largo del tiempo, el modelo no puede establecer si sus principales factores determinantes fueron las medidas de contención más focalizadas (o localizadas) aplicadas por las autoridades o una respuesta mejor de los hogares y las empresas¹⁰. En conjunto, pese a que los niveles de contención fueron, en gran parte, comparables, las menores pérdidas económicas registradas en Alemania y Países Bajos supusieron unas elasticidades estimadas relativamente reducidas en los dos primeros países, mientras que las pérdidas mayores registradas en España implicaron elasticidades más elevadas. Los resultados también sugieren que, en promedio, el impacto económico perjudicial de las medidas de contención implementadas en Francia e Italia en 2020 fue comparable, en general, a los efectos estimados para la zona del euro en su conjunto.

Gráfico D

Evolución de las elasticidades estimadas en la zona del euro

(impacto de una disminución de un punto del OSI en el crecimiento intertrimestral del VAB real, puntos porcentuales)

- I TR 2020
- II TR 2020
- III TR 2020
- IV TR 2020



Fuentes: Eurostat, T. Hale *et al.*, *op. cit.*, Eurosistema y cálculos del BCE.

Nota: «Total de la economía» se refiere al PIB real.

Se espera que la recuperación de la actividad económica siga siendo heterogénea en los distintos sectores durante la primera mitad de 2021, y que altere la composición de la actividad. El modelo VAR intersectorial puede utilizarse para descomponer el perfil de crecimiento del PIB real de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021 en perfiles del VAB real de sectores específicos (gráfico E). Estos perfiles reflejan las interacciones

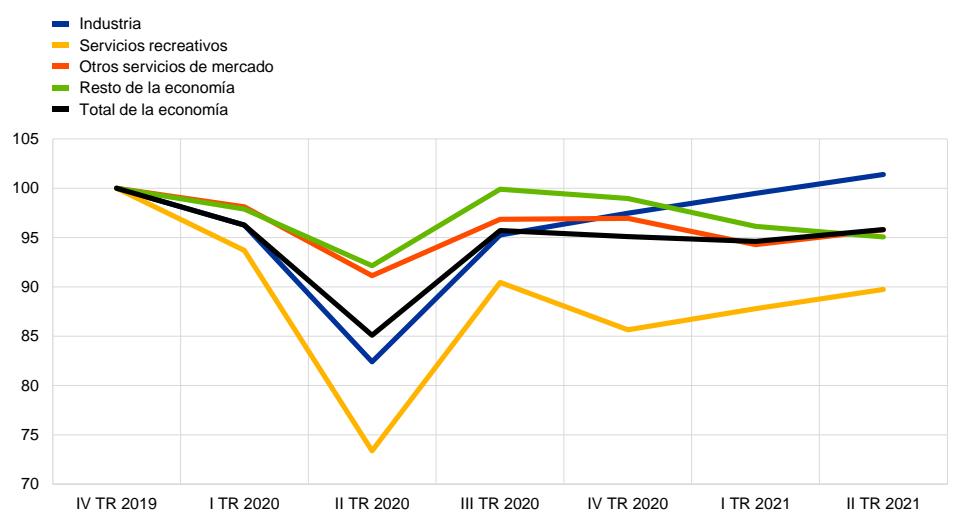
¹⁰ Entre las respuestas se incluyen comportamientos orientados a minimizar las disrupciones de la actividad. Estas disrupciones pueden tener su origen en el distanciamiento social voluntario en respuesta al aumento de los contagios y en retrasos en las vacunaciones, entre otros factores. Véase también el capítulo 2 de «[Perspectivas de la Economía Mundial](#)», Fondo Monetario Internacional, octubre de 2020.

intersectoriales y las elasticidades históricas estimadas, para una demanda externa dada y las restricciones asociadas a la pandemia, así como el impacto que presumiblemente tendrán las medidas de contención en el futuro. Según estos resultados, los servicios relacionados con el ocio o recreativos serán los más afectados por la pandemia en el corto plazo, con un retroceso de alrededor del 10 % con respecto a los niveles anteriores a la crisis a mediados de 2021. Se prevé que la actividad en otros servicios de mercado (no recreativos) siga siendo aproximadamente un 4 % inferior a la anterior a la pandemia. En cambio, a tenor de las proyecciones, el sector industrial continuará evolucionando de forma favorable en la fase actual de la pandemia y en el segundo trimestre de 2021 se situará en torno a un 1 % por encima del nivel del cuarto trimestre de 2019. En conjunto, estas extrapolaciones automáticas basadas en el modelo implican una reasignación continuada de la actividad en los servicios de mercado hacia sectores menos afectados por las medidas de distanciamiento social y de contención, y en detrimento de aquellos intensivos en contacto.

Gráfico E

Desglose sectorial del PIB real de la zona del euro

(Índice, IV TR de 2019 = 100)



Fuentes: Eurostat, T. Hale *et al.*, *op. cit.*, Eurosistema y cálculos del BCE..

Nota: La evolución sectorial implícita en el modelo se basa en las proyecciones de marzo de 2021 relativas al PIB real y la demanda externa en el primer y segundo trimestre de 2021.

En síntesis, las medidas de contención de la pandemia de COVID-19 han tenido un impacto económico heterogéneo sobre los distintos sectores y países, así como a lo largo del tiempo. Las medidas de contención focalizadas y la respuesta de los agentes económicos han contribuido a limitar los costes económicos de las restricciones. De cara al futuro, es probable que las considerables diferencias en el impacto económico de las medidas de contención sobre los distintos sectores también persistan, al menos en el corto plazo.

5

El papel de los márgenes empresariales en el ajuste a la perturbación del COVID-19

Elke Hahn

Los márgenes empresariales son una parte integrante del proceso interno de fijación de precios y han influido en la respuesta de la inflación de la zona del euro a la perturbación generada por el coronavirus (COVID-19). El crecimiento del deflactor del PIB continuó siendo vigoroso en la primera mitad de 2020, pese al intenso retroceso que experimentó la actividad económica. En este recuadro se muestra que la evolución de los márgenes empresariales en términos de márgenes unitarios (es decir, excedente bruto de explotación por unidad de PIB) durante la crisis ha sido excepcional, también si se compara con la observada en recesiones anteriores, y ha determinado la dinámica inflacionista por el lado del deflactor del PIB. Asimismo, se analizan más detalladamente las posibles causas de la inusual respuesta de los márgenes y se considera la evolución de indicadores de márgenes más granulares de los principales sectores institucionales desde el inicio de la crisis.

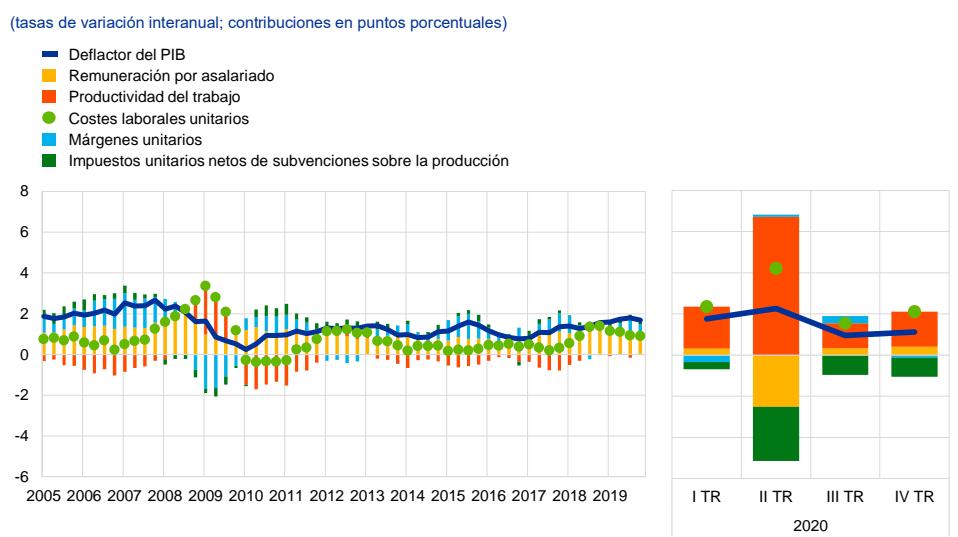
Desde el comienzo de la crisis del COVID-19, la evolución del deflactor del PIB y de sus componentes ha sido excepcional (gráfico A). A pesar de la recesión, la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB aumentó hasta el 2,3 % en el segundo trimestre de 2020, desde el 1,8 % del primero, y se desplomó en los dos trimestres siguientes hasta situarse en torno al 1 %. Esta fluctuación intertrimestral fue la más pronunciada en la historia de la serie. Sin embargo, en lugar de reflejar cambios genuinos en las presiones inflacionistas internas, el perfil en forma de U invertida del deflactor del PIB parece deberse, principalmente, a cambios en la medición estadística¹. Al mismo tiempo, las variaciones de los componentes del deflactor del PIB también fueron mucho más pronunciadas que las observadas en crisis anteriores. En particular, los costes laborales unitarios registraron un intenso crecimiento de carácter temporal en el segundo trimestre, y la contribución negativa de los impuestos unitarios netos de subvenciones sobre la producción al deflactor del PIB fue excepcionalmente elevada. Esto último reflejó las medidas de apoyo público

¹ El deflactor del PIB implícito en las cuentas nacionales se obtiene dividiendo el PIB nominal por el PIB real (volumenes encadenados). Por consiguiente, puede analizarse en términos de gasto, ingresos y producción del PIB. La descomposición del deflactor del PIB correspondiente a la producción muestra que el incremento de la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB registrado en el segundo trimestre de 2020 tuvo su origen, principalmente, en el deflactor del sector «Administración pública, defensa, educación, actividades de salud humana y trabajo social». Este deflactor aumentó en el segundo trimestre porque el producto nominal se redujo menos que el producto real. Muchos institutos nacionales de estadística tuvieron dificultades para medir la producción no de mercado como consecuencia de la crisis del COVID-19, por lo que se pidió a Eurostat que proporcionara directrices concretas en este ámbito (véase «[Guidance on non-market output in the context of the COVID-19 crisis](#)», Eurostat, mayo de 2020). Con arreglo a estas directrices, desviarse del enfoque convencional de «suma de costes» para calcular la producción a precios corrientes como resultado de variaciones transitorias de la actividad no está justificado, y la exigencia legal del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 2010) sobre esta cuestión debe seguir respetándose. De este modo también se garantiza que todos los Estados miembros de la UE sigan un enfoque armonizado. El hecho de que el nivel actual de este deflactor del sector público sea resultado de un comportamiento contraintuitivo en el segundo trimestre de 2020 podría deberse, en parte, a que los institutos nacionales de estadística no disponían de suficiente información en esos momentos. Por ello, no se descarta que estos resultados se revisen en publicaciones posteriores de datos del PIB y cuando, a lo largo de 2021, estén disponibles los resultados anuales completos correspondientes a 2020.

aplicadas en el contexto de los programas de mantenimiento del empleo, mientras que, en el tercer y cuarto trimestre, el menor recurso a estos programas como consecuencia del repunte de la actividad económica hizo que esta contribución disminuyera de manera significativa². Los programas de mantenimiento del empleo también afectaron sustancialmente a la evolución de los márgenes empresariales durante la crisis, como se comenta más adelante³.

Gráfico A

Deflactor del PIB y componentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020.

Los márgenes totales se redujeron considerablemente durante la crisis del COVID-19, tanto en el sector de sociedades no financieras (SNF) como en el de hogares (gráfico B). Tanto el excedente bruto de explotación de las SNF como la renta mixta bruta de las pequeñas empresas no constituidas en sociedad incluidas en el sector hogares, que en conjunto representan alrededor de tres cuartas partes de los márgenes totales de la economía, registraron una caída significativa en el segundo trimestre de 2020, que fue mucho más acusada que la que se produjo durante la gran crisis financiera⁴. En el tercer trimestre de 2020, gran parte de la disminución de los márgenes del trimestre anterior revirtió. Este fue también el caso de la mayoría de los indicadores de márgenes más específicos disponibles para el sector de SNF. Únicamente los beneficios netos no distribuidos, que han mostrado

² La contabilización de las medidas de apoyo público en las cuentas nacionales difiere en los distintos países de la zona del euro dependiendo de cómo estén prestando el apoyo los Gobiernos nacionales. En algunos países se proporciona como una ayuda a los empresarios que la trasladan a los empleados como remuneración, lo que tiene un efecto moderador en el componente «impuestos netos de subvenciones sobre la producción» del deflactor del PIB y el correspondiente impacto al alza sobre la remuneración por asalariado.

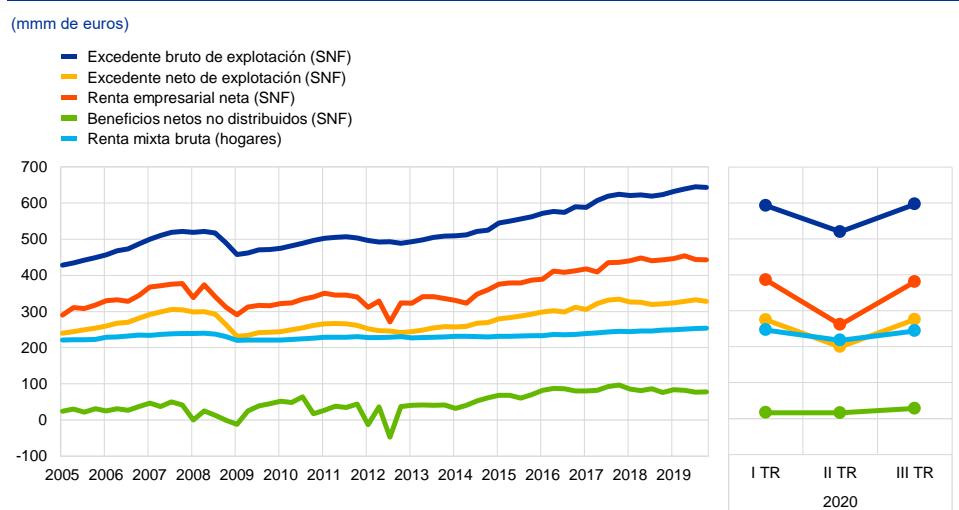
³ Para más información sobre los efectos de los planes de mantenimiento del empleo en los salarios, véase el recuadro titulado «Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic» del artículo «The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

⁴ En este recuadro no se considera el excedente bruto de explotación del sector hogares porque principalmente se refiere a las actividades relacionadas con la vivienda en régimen de propiedad.

una evolución relativamente favorable en los últimos años, se mantuvieron en niveles más moderados.

Gráfico B

Márgenes de los sectores de SNF y hogares



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de la autora.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2020.

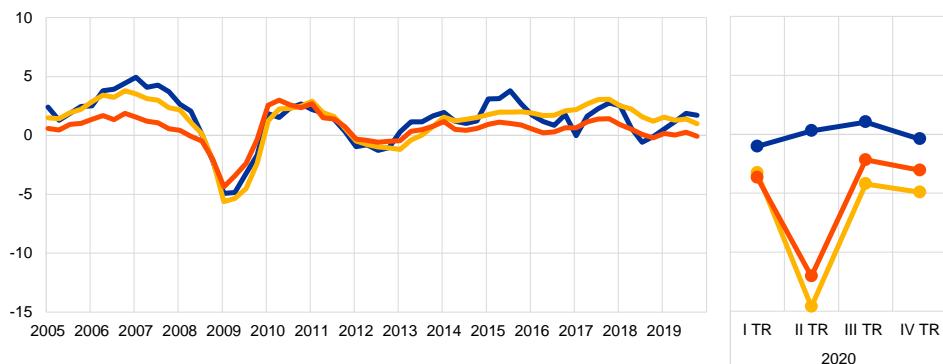
Pese a la caída general de los márgenes, los márgenes unitarios han mostrado capacidad de resistencia si se comparan con la profundidad de la recesión. La evolución de los márgenes unitarios es muy cíclica y suele presentar un alto grado de correlación con indicadores cíclicos como el PIB y la productividad del trabajo (gráfico C). Sin embargo, en el segundo trimestre de 2020, la correlación cíclica habitual entre estos márgenes y la actividad económica real se rompió. Esto es evidente al comparar su evolución con la observada durante la gran crisis financiera y posteriormente. Aunque los márgenes unitarios fueron reducidos en el segundo trimestre de 2020, se comportaron mucho mejor de lo que se desprende de la correlación cíclica habitual y su contribución al deflactor del PIB fue incluso ligeramente positiva, a pesar del intenso retroceso del PIB. En el tercer y cuarto trimestre de 2020, los márgenes unitarios siguieron siendo escasos y se mantuvieron desvinculados del fuerte repunte cíclico registrado, aunque se mantuvieron en niveles más elevados de lo que sugería la situación cíclica, como se reflejó, por ejemplo, en la trayectoria del PIB. Si bien es probable que efectos de la medición estadística hayan influido en el comportamiento de estos márgenes unitarios, no pueden explicar la fortaleza que mostraron.

Gráfico C

Márgenes unitarios, PIB real y productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)

- Márgenes unitarios
- PIB real
- Productividad del trabajo



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020.

La evidencia empírica basada en recesiones anteriores apunta a no linealidades y a unos ajustes cíclicos de los márgenes unitarios relativamente más moderados durante las recesiones que en las expansiones (gráfico D)⁵. Los resultados de un modelo de vectores autorregresivos teniendo en cuenta un umbral (*threshold vector autoregressive*) indican que una perturbación de demanda afecta proporcionalmente menos a la inflación en las recesiones que en las expansiones, debido a la respuesta más tímida de los márgenes unitarios, una dinámica que también parece haber predominado durante la crisis del COVID-19⁶. La no linealidad de la respuesta de los márgenes unitarios obtenida de las estimaciones también ayuda a explicar por qué, en recesiones anteriores, la inflación tendió a disminuir menos de lo que señalaban los modelos lineales, un comportamiento conocido como «ausencia de desinflación» (*missing disinflation*). No obstante, la capacidad de resistencia de los márgenes empresariales durante la crisis del COVID-19 es excepcional, incluso si se compara con recesiones pasadas.

⁵ Véase E. Hahn, «[The wage-price pass-through in the euro area: does the growth regime matter?](#)», *Working Paper Series*, n.º 2485, BCE, octubre de 2020.

⁶ En el caso de las perturbaciones de oferta, en el análisis empírico no se encontró evidencia de un comportamiento no lineal entre recesiones y expansiones.

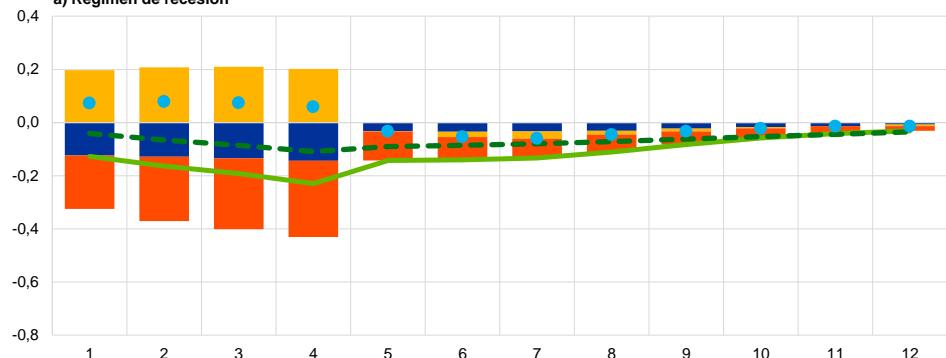
Gráfico D

Respuesta del deflactor del PIB, de sus componentes y del IAPC, excluidos energía y alimentos, a perturbaciones de demanda adversas en recesiones y expansiones

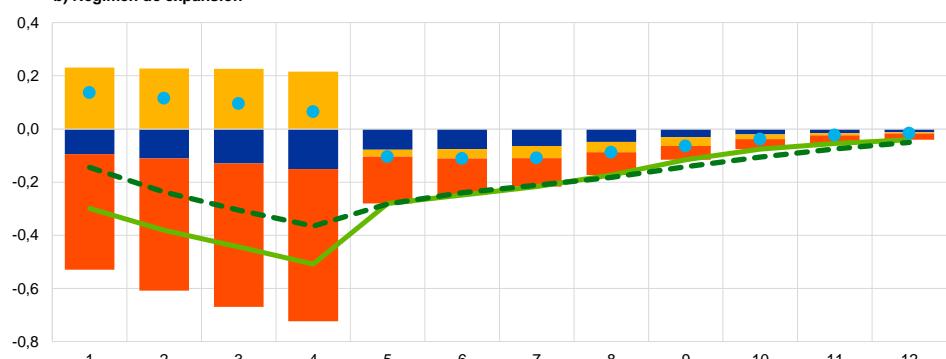
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Remuneración por asalariado
- Productividad del trabajo
- Márgenes unitarios
- Deflactor del PIB
- Costes laborales unitarios
- IAPC, excluidos energía y alimentos

a) Régimen de recesión



b) Régimen de expansión



Fuente: E. Hahn (2020).

Notas: El eje de abscisas se refiere al horizonte del impulso respuesta en trimestres. La magnitud de la perturbación de demanda corresponde a una caída del 1 % del PIB real durante el primer año. Se supone que la respuesta de los impuestos indirectos netos de subvenciones es proporcional al PIB real, de modo que este componente no contribuye a variaciones en el deflactor del PIB.

Los planes de mantenimiento del empleo han contribuido notablemente a la fortaleza de los márgenes unitarios durante la crisis del COVID-19⁷. En las fases iniciales de una recesión, las empresas suelen tratar de retener a los trabajadores, aunque sea a costa de unos márgenes empresariales más reducidos. Esta presión a la baja sobre los citados márgenes puede aliviarse con programas públicos de apoyo a los salarios. El uso de estos programas ha sido mucho más habitual durante la crisis del COVID-19 que en recesiones anteriores, y es probable que eso explique la capacidad de resistencia de los márgenes empresariales en la crisis actual en comparación con recesiones pasadas.

En resumen, aunque los márgenes han disminuido de manera más acusada durante la crisis del COVID-19 que en recesiones anteriores, han mostrado una

⁷ Para más información sobre los planes de mantenimiento del empleo, véase el artículo titulado «*The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

sólida capacidad de resistencia en comparación con la actividad. Ello ha contribuido al debilitamiento de las presiones a la baja sobre la inflación en este período. La sólida capacidad de resistencia de los márgenes empresariales durante la crisis posiblemente refleje tanto su fortaleza habitual en las recesiones como el impacto de los planes de mantenimiento del empleo. Como es probable que estos programas sigan vigentes mientras persista la crisis del COVID-19, cabe esperar que los márgenes empresariales continúen manteniendo una capacidad de resistencia relativa, habida cuenta de la evolución de la actividad.

Ponderaciones del IAPC para 2021 y sus implicaciones para la medición de la inflación

Eduardo Gonçalves, Lukas Henkel, Omiros Kouvavas, Mario Porqueddu y Riccardo Trezzi

La pandemia de coronavirus (COVID-19) y las medidas de confinamiento adoptadas en consecuencia han desencadenado cambios extraordinarios en los patrones de consumo desde principios de 2020. Los hogares aumentaron su porcentaje de gasto relativo en determinadas categorías de la cesta del IAPC en detrimento de otras. En este recuadro se analizan estas variaciones del consumo y sus implicaciones para la medición de la inflación.

Las ponderaciones del IAPC para 2021 se actualizaron utilizando datos que también reflejan el gasto en consumo de los hogares en 2020¹. El IAPC se elabora siguiendo un enfoque basado en una cesta fija según el cual las ponderaciones del IAPC se actualizan al comienzo de cada año para reflejar el consumo de los hogares en el año precedente. Estas ponderaciones se mantienen fijas hasta diciembre de cada año². Como los hábitos de consumo de los hogares tienden a cambiar gradualmente, el uso de los porcentajes de consumo del año anterior (en lugar del año en curso) para calcular la inflación corriente suele tener un impacto escaso. Sin embargo, para el período del COVID-19, esto implica que las ponderaciones del IAPC empleadas para calcular la inflación anual de 2020 no captaron adecuadamente las importantes variaciones que se produjeron en el gasto de los hogares como consecuencia de la pandemia. Por tanto, los grandes cambios que experimentó el consumo de los hogares en 2020 se reflejan ahora en las últimas ponderaciones del IAPC utilizadas para calcular las tasas de inflación medida por el IAPC de 2021³.

Las últimas ponderaciones anuales del IAPC introducidas al comienzo de 2021 muestran grandes cambios entre categorías. El gráfico A presenta los valores de las ponderaciones del IAPC utilizados para calcular la inflación en 2020 y 2021 por agregados especiales y su distribución histórica durante el período 2012-2019 (los «bigotes» de color gris). Los mayores descensos se observan en el peso de los servicios, concretamente en los recreativos y de transporte, mientras que el

¹ Para más información, véase la [nota metodológica de Eurostat](#). Los institutos nacionales de estadística siguieron estas directrices de manera heterogénea.

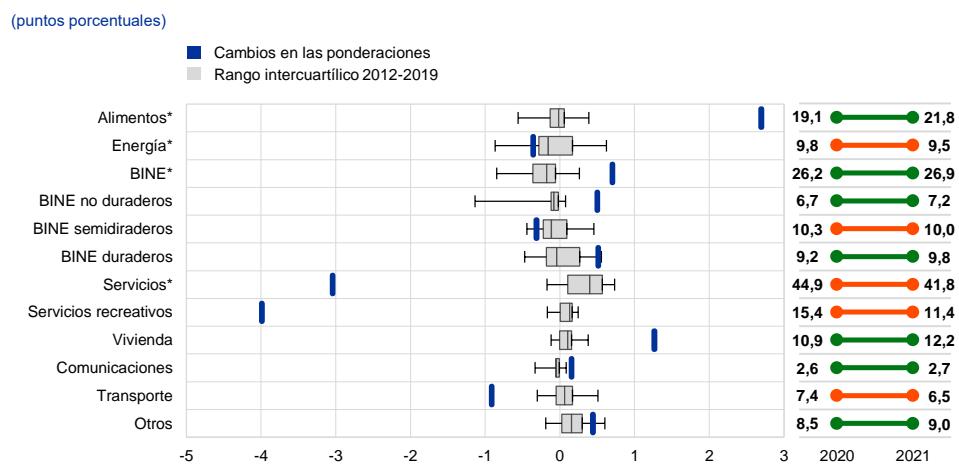
² El IAPC es un índice de tipo Laspeyres que se obtiene mediante el encadenamiento anual de índices de 13 meses (de diciembre a diciembre). El mes de diciembre de cada año es el mes de encadenamiento o de solapamiento en el que se fijan los precios de los productos de la cesta nueva y de la antigua y los índices se alinean en consecuencia. Para información más detallada, véanse el [manual metodológico del IAPC](#) de Eurostat y los requerimientos legales descritos en el artículo 3 del [Reglamento de ejecución sobre el IAPC](#).

³ Para consultar análisis del BCE anteriores sobre este tema, véanse los recuadros «[Patrones de consumo y problemas de medición de la inflación durante la pandemia de Covid-19](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020, y «[La medición de la inflación en períodos de inestabilidad económica](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2020.

correspondiente a los alimentos y los servicios de vivienda fue el que más creció⁴. La magnitud de estos cambios puede entenderse mejor si se examina la distribución de las variaciones históricas (parte izquierda del gráfico A). En determinados componentes se han registrado cambios sin precedentes, y casi todos muestran una variación en 2021 muy alejada del intervalo del 75 % de los cambios históricos, y muchas variaciones se sitúan significativamente fuera de los límites históricos. Por ejemplo, la ponderación de los servicios recreativos varió en alrededor de 20 desviaciones típicas de la distribución histórica.

Gráfico A

Ponderaciones del IAPC: niveles y distribuciones de las variaciones históricas



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: El gráfico muestra las ponderaciones del IAPC de 2020 y 2021 (parte derecha). Una línea de color verde/rojo indica si las ponderaciones aumentaron/dismiñuyeron. El gráfico también muestra los cambios en las ponderaciones (marcadores de color azul en la parte izquierda) y sus distribuciones históricas («bigotes» de color gris en la parte izquierda). Las categorías señaladas con un asterisco (*) señalan los principales agregados especiales. Las categorías sin asterisco son subagregados incluidos en los principales agregados. Los «bigotes» de color gris indican la mediana, el percentil 25, el percentil 75, el mínimo y el máximo de la distribución histórica. BINE se refiere a «bienes industriales no energéticos». Los intervalos históricos se basan en la muestra del período comprendido entre 2012 (el primer año para el que estuvieron disponibles las ponderaciones anuales del IAPC) y 2019.

Los cambios en las ponderaciones tuvieron un impacto al alza sobre la inflación medida por el IAPC en enero de 2021. El gráfico B muestra el cambio en la ponderación del gasto y el correspondiente a la tasa de inflación por categorías de gasto granulares⁵. El tamaño del círculo refleja la ponderación del gasto en el IAPC de 2021. Los componentes en los que más se redujo la proporción de gasto en consumo muestran, en promedio, el descenso más acusado de la inflación⁶. De manera intuitiva, con el cambio en las ponderaciones para 2021, el IAPC asigna actualmente más peso a los componentes con una tasa de inflación superior a la media y menos peso a aquellos en los que esa tasa es inferior a la media. De ahí que el cambio en las

⁴ Las ponderaciones del gasto en el IAPC son relativas. Por tanto, la ponderación de un componente aumenta no solo si el gasto en ese componente se incrementa más que el gasto total (como ocurrió con los alimentos en 2020), sino también si el gasto prácticamente no varía y los hogares reducen el gasto total (como fue el caso de los servicios de vivienda en 2020).

⁵ El gráfico B presenta los componentes del IAPC a nivel de agregación de cuatro dígitos de la COICOP, siglas en inglés que se refieren a la clasificación del consumo individual por finalidad. El IAPC utiliza el sistema de clasificación COICOP; para información más detallada, véase el [manual metodológico del IAPC](#) de Eurostat.

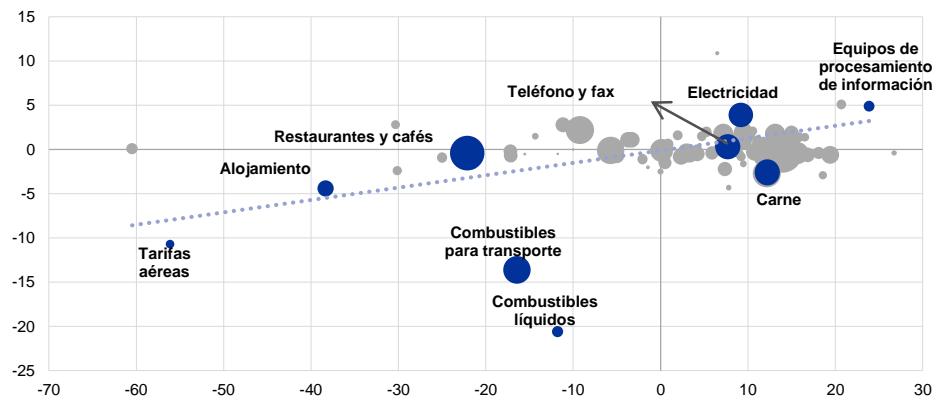
⁶ Si se considera la tasa de inflación interanual de enero de 2021 en lugar de la variación de las tasas de inflación anual entre enero de 2020 y enero de 2021, los resultados son muy similares.

ponderaciones dé como resultado una tasa de inflación agregada más elevada que la obtenida si los porcentajes de consumo no variasen.

Gráfico B

Cambios en las ponderaciones del IAPC y de la inflación por categorías de gasto granulares

(eje de abscisas: tasa de variación de las ponderaciones del IAPC entre 2020 y 2021; eje de ordenadas: variación de las tasas de inflación interanual entre enero de 2020 y enero de 2021)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: El gráfico muestra la correlación entre el cambio en las ponderaciones del IAPC (eje de abscisas) y la variación de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC (eje de ordenadas). Cada círculo representa un componente del IAPC a nivel de agregación de cuatro dígitos de la clasificación COICOP. El tamaño de los círculos corresponde a las ponderaciones del IAPC para 2021. Los círculos de color azul indican componentes seleccionados. La línea discontinua azul es un ajuste lineal de los datos.

El impacto al alza del cambio en las ponderaciones en la tasa de inflación medida por el IAPC de enero de 2021 se puede cuantificar con un ejercicio contrafactual. Sobre la base de las tasas de inflación medida por el IAPC publicadas correspondientes a enero de 2021, para este análisis se ha elaborado un IAPC contrafactual utilizando las ponderaciones de 2020 en lugar de las de 2021 (gráfico C)⁷. La diferencia entre las tasas de inflación medida por el IAPC publicadas (barras de color azul) y las tasas contrafactuals que se presentan en el panel superior del gráfico C (barras de color amarillo) refleja el impacto de las nuevas ponderaciones en la inflación agregada. La inflación general se sitúa en torno a 0,3 puntos porcentuales por encima de la tasa de inflación contrafactual. La tasa de inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), es alrededor de 0,4 puntos porcentuales más elevada, dado que el impacto de las ponderaciones en la tasa de variación de los precios de los alimentos y de la energía es limitado. No obstante, como se muestra en el panel inferior del gráfico C, el efecto entre países fue dispar⁸.

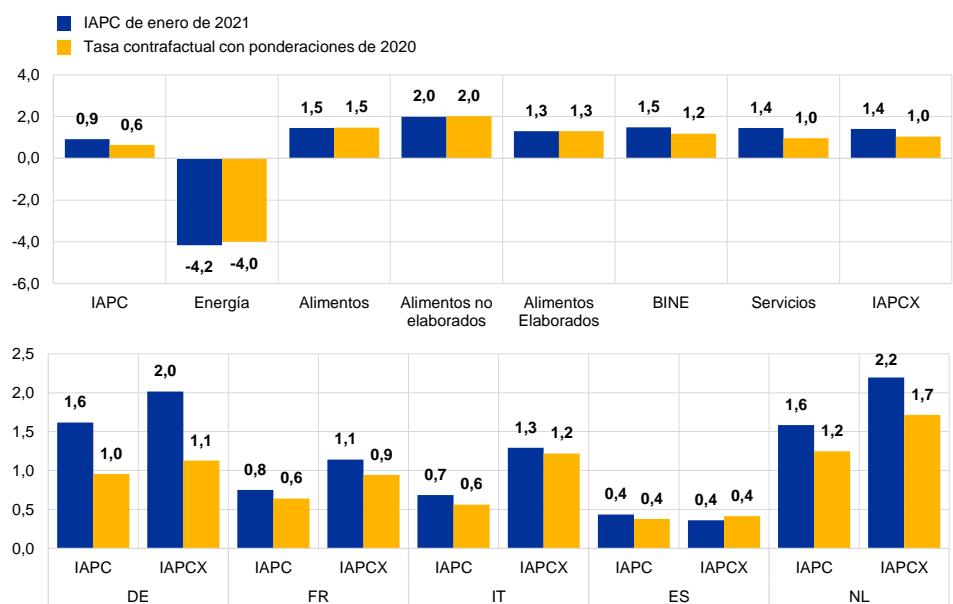
⁷ Para reproducir la metodología exacta del IAPC, en el ejercicio contrafactual se utilizaron datos a nivel de agregación de cinco dígitos de la clasificación COICOP.

⁸ Las diferencias en el efecto de ponderación entre países pueden deberse a dos factores. El primero es la magnitud del cambio en las ponderaciones de las categorías a nivel de país. Las divergencias de unos países a otros en lo que respecta a los cambios en las ponderaciones pueden reflejar una evolución dispar de los patrones de consumo, pero también el procedimiento de actualización de las ponderaciones utilizado por los institutos nacionales de estadística y la medida en que esto reflejó debidamente los patrones de consumo de 2020. Segundo, es posible que la heterogeneidad entre países sea también consecuencia de diferencias en las tasas de inflación a nivel de categorías, mientras interactúan con los cambios en las ponderaciones.

Gráfico C

Tasas de inflación interanual medida por el IAPC publicadas y tasas de inflación contrafactuales

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: El gráfico muestra la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de enero de 2021 (barras de color azul) y las tasas contrafactuals elaboradas con las ponderaciones de 2020 (barras de color amarillo). BINE se refiere a «bienes industriales no energéticos» e IAPCX a «IAPC, excluidos la energía y los alimentos».

Los cambios en las ponderaciones seguirán afectando a las tasas de inflación medida por el IAPC a lo largo de 2021. La magnitud y el signo del impacto de las ponderaciones en la inflación anual medida por el IAPC podrían variar en los meses posteriores. Aunque, en enero de 2021, las ponderaciones de las categorías con tasas de inflación superiores a la media aumentaron, estas categorías podrían dejar de registrar tasas de inflación más elevadas que la media a lo largo del año. Como la evolución de los precios de las categorías individuales varía de un mes a otro, el efecto de ponderación sobre la inflación anual medida por el IAPC también cambia en consecuencia. Dado que el IAPC se basa en el encadenamiento, esos efectos podrían multiplicarse⁹. Encadenar los índices en un nivel bajo (alto) del índice implica que, incluso si las ponderaciones y los precios retornan a los niveles anteriores a la pandemia, es posible que los propios índices no recuperen por completo sus niveles previos. Esto sucedió, por ejemplo, con el subíndice de combustible para transporte, que se hallaba en un nivel reducido cuando se encadenaron los índices (diciembre de 2020). Paralelamente, su ponderación se redujo, minimizando así las contribuciones futuras de este componente al índice energético. A su vez, esto podría impedir que el índice de energía recupere

⁹ El encadenamiento es una consecuencia metodológica de un índice de precios, en el que las ponderaciones se actualizan periódicamente. Esto se explica en la publicación titulada «[Chain linking over December and methodological changes in the HICP: view from a central bank perspective](#)», *Statistics Paper Series*, BCE, febrero de 2021: en general, el valor de un período de encadenamiento —mes o año— afecta a una serie temporal encadenada desde el momento en el que el índice reciente se vincula a ese valor. Las series de índices encadenados dependen de la «senda», es decir, se ven afectadas por los valores de cada período de encadenamiento, que tienen un impacto permanente sobre la serie temporal.

totalmente los niveles anteriores, aunque los precios y las ponderaciones retornen a los niveles previos.

Es probable que las ponderaciones del IAPC sigan afectando a la medición de la inflación más de lo habitual en los próximos años. La pandemia provocó cambios significativos en los patrones de gasto de los hogares en 2020, que se reflejan ahora en las ponderaciones del IAPC para 2021, y, por tanto, también en la inflación medida, durante 2021. A más largo plazo, las ponderaciones de los componentes de la cesta del IAPC podrían volver a cambiar considerablemente en 2022, dependiendo de si los patrones de gasto se (re)ajustan —y de qué manera—, en vista de la recuperación económica esperada y la consiguiente evolución de la pandemia de COVID-19.

Hacia una aplicación eficaz del paquete de recuperación de la UE

Nico Zorell y Sander Tordoir

Aunque la pandemia de coronavirus (COVID-19) es una perturbación común que afecta a todos los países de la zona del euro, su impacto económico ha sido heterogéneo. El retroceso del PIB real entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2020, que corresponde al período de máximo desplome de la actividad en la mayoría de los países, fluctuó entre el 5 % y el 22 % en los distintos países de la zona del euro (gráfico A)¹. La heterogeneidad de los efectos de la perturbación generada por el COVID-19 refleja diferencias entre países en las dinámicas de salud pública y en las medidas de contención, así como factores económicos como la especialización sectorial de la economía, la resiliencia de los mercados de trabajo y de productos, y diferencias en el margen de maniobra de las políticas fiscales². Según las proyecciones de instituciones europeas e internacionales, existe el riesgo de que los diferenciales de crecimiento persistan durante la fase de recuperación y dificulten la convergencia de los niveles de renta en la zona del euro a medio plazo.

Gráfico A

Variación del PIB real entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2020



Fuente: Eurostat.

Nota: ZE se refiere a la zona del euro.

¹ Se observa una heterogeneidad similar en la respuesta del empleo a la perturbación ocasionada por el COVID-19. Véase el artículo titulado «*The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

² La crisis del COVID-19 también ha acentuado las vulnerabilidades macroeconómicas de los países de la zona del euro, como ha documentado la Comisión Europea en su Informe sobre el Mecanismo de Alerta más reciente. Concretamente, el informe señala un mayor endeudamiento público y privado, las débiles perspectivas de crecimiento y las debilidades del sector empresarial. Véase Comisión Europea, «*Alert Mechanism Report 2021*», noviembre de 2020.

El instrumento «Next Generation EU» (NGEU), en vigor desde el 19 de febrero de 2021, ha abierto un nuevo capítulo en la respuesta europea a la pandemia de COVID-19³. El objetivo principal de este instrumento es apoyar la recuperación y sentar las bases de una economía europea más ecológica, digital y resiliente. Para ello, se ha autorizado a la Comisión Europea a captar hasta 750 mm de euros (en torno al 5 % del PIB de la UE) en los mercados de capitales en nombre de la UE. Los fondos pueden destinarse a conceder subvenciones y préstamos por un importe máximo de 390 mm de euros y de 360 mm de euros, respectivamente, a los Estados miembros, que irán desembolsándose hasta finales de 2026. El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), con una dotación de 672,5 mm de euros, es el elemento central del NGEU. La clave de reparto del MRR garantiza un mayor apoyo fiscal a los países más vulnerables a la crisis del COVID-19 y que se han visto más perjudicados por ella. Para recibir apoyo, los Estados miembros deben elaborar planes de recuperación y resiliencia con una agenda de inversiones y reformas que aborde las recomendaciones específicas por país formuladas en el contexto del Semestre Europeo⁴. Los objetivos climáticos y de digitalización deben ocupar un lugar destacado. Al menos el 37 % del gasto previsto por los Estados miembros deberá contribuir a la consecución de los objetivos climáticos y el 20 % de la inversión total, como mínimo, a respaldar la transformación digital. Los fondos del MRR se desembolsarán en tramos a medida que se vayan alcanzando los objetivos intermedios y las metas identificadas en los planes aprobados.

Si se aplica con eficacia, el paquete de recuperación puede contribuir a una recuperación económica más rápida, sólida y uniforme, al tiempo que reforzará la resiliencia y el potencial de crecimiento de la economía de la zona del euro. Se espera que este instrumento de recuperación proporcione un importante estímulo a la demanda, sobre todo en países que son grandes receptores netos de los fondos. El hecho de que el 13 % se abone en forma de anticipos subraya la importancia que los responsables de la toma de decisiones en Europa atribuyen a este efecto de estabilización. En el medio plazo, los proyectos de inversión y de reforma financiados por el NGEU podrían respaldar la resiliencia, el potencial de crecimiento y la convergencia de la economía de la zona del euro. Por tanto, el paquete de recuperación podría ayudar a garantizar que, aunque las políticas monetarias, fiscales y estructurales se implementan de forma independiente en la zona del euro, se refuercen entre sí. Al mitigar los efectos heterogéneos de la pandemia de COVID-19, el paquete de recuperación también podría mejorar la efectividad de la política monetaria en la zona del euro.

La eficacia del paquete de recuperación dependerá de la consecución de un equilibrio adecuado de inversiones y reformas que se refuercen mutuamente. A este respecto, es de vital importancia que los planes nacionales de recuperación y resiliencia se analicen con detenimiento para verificar que cumplen plenamente los criterios de evaluación establecidos en el reglamento de la UE pertinente. Las

³ Para información detallada sobre la gobernanza del NGEU y sus aspectos fiscales, véase el recuadro titulado «[Las implicaciones fiscales del paquete de recuperación de la UE](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

⁴ El Semestre Europeo proporciona un marco para la coordinación de las políticas económicas en toda la Unión Europea. Para más información, véase [The European Semester in your country](#).

recomendaciones específicas por país del Semestre Europeo y la legislación de la UE sobre el clima y la digitalización, como la taxonomía de la UE de actividades sostenibles⁵, pueden ser referencias útiles para establecer prioridades de inversión y de reforma. Los objetivos mínimos de gasto climático y digital del MRR, junto con el requisito de que los fondos del MRR se destinen a financiar inversiones adicionales, pueden elevar el nivel de ambición. En general, cuanto más se oriente el NGEU hacia la inversión productiva en lugar del gasto corriente, mayor será la probabilidad de que su impacto potencial en el crecimiento a largo plazo sea acusado⁶. El NGEU proporcionará, en promedio, subvenciones anuales de en torno al 1 % del PIB. En comparación, la inversión pública se situó en el 3 % del PIB de la zona del euro en 2019. La inclusión de reformas ambiciosas y con objetivos específicos en los planes nacionales de recuperación y resiliencia puede reforzar en mayor medida el potencial de crecimiento, la convergencia y la resiliencia. Existe abundante evidencia de que los diferenciales de crecimiento a medio plazo entre los países de la zona del euro pueden deberse, en parte, a diferencias en las estructuras e instituciones económicas⁷. Además, en los países con deficiencias en este ámbito la pérdida de producto puede ser hasta dos veces superior a la de los países más aventajados en caso de producirse una perturbación común⁸. Así pues, el componente del MRR relativo a las reformas puede contribuir a generar un beneficio a largo plazo en términos de crecimiento y resiliencia frente a las perturbaciones. Los planes basados en inversiones y reformas coherentes y ambiciosas pueden ser más eficaces que la suma de sus partes. Los efectos de la inversión pública adicional sobre el crecimiento podrían ayudar a compensar los posibles costes macroeconómicos a corto plazo asociados a algunas reformas estructurales⁹. Al mismo tiempo, unas reformas estructurales adecuadamente focalizadas podrían reducir los cuellos de botella administrativos que afectan a la inversión pública y contribuir a estimular la inversión privada, amplificando así el impacto del NGEU¹⁰.

Para garantizar una absorción rápida y eficiente de los fondos de recuperación destinados a un gasto público productivo, se debe prestar especial atención al fortalecimiento de la capacidad administrativa y a reducir los cuellos de botella en su implementación. La Comisión Europea espera que alrededor del 20 % del total de fondos del NGEU se desembolsen en 2021 y 2022, mientras que

⁵ Véase el [Reglamento \(UE\) 2020/852](#) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles.

⁶ Véase K. Bańkowski, M. Ferdinandusse, S. Hauptmeier, P. Jacquinot y V. Valenta, «[The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 255, BCE, Frankfurt am Main, enero de 2021.

⁷ Véase K. Masuch, E. Moshammer y B. Pierluigi, «[Institutions, public debt and growth in Europe](#)», *Working Paper Series*, n.º 1963, BCE, septiembre de 2016.

⁸ Véase D. Sondermann, «[Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures](#)», *Working Paper Series*, n.º 1984, BCE, noviembre de 2016. Del mismo modo, es más probable que los países de la zona del euro con vulnerabilidades macroeconómicas preexistentes experimenten recesiones económicas profundas en caso de producirse una perturbación. Véase D. Sondermann y N. Zorell, «[A macroeconomic vulnerability model for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 2306, BCE, agosto de 2019.

⁹ En este sentido, la priorización y la secuenciación minuciosa de las inversiones y las reformas es esencial.

¹⁰ Véase A. Consolo, M. Langiulli y D. Sondermann, «[Business investment in euro area countries: the role of institutions and debt overhang](#)», *Applied Economics Letters*, vol. 26(7), 2019.

el pago de los fondos restantes se efectuará antes de finales de 2026. La velocidad prevista de los desembolsos del NGEU es sustancialmente mayor que la observada en los fondos estructurales del presupuesto ordinario de la UE. El ciclo del marco financiero plurianual (MFP) de la UE tiene una duración de siete años, aunque el desembolso efectivo puede producirse con un período de gracia que se extienda algunos años dentro del siguiente período presupuestario¹¹. Sin embargo, en los dos últimos ciclos del MFP, menos del 50 % de los fondos estructurales de la UE comprometidos para países de la zona del euro se desembolsaron durante un horizonte temporal comparable al del NGEU, es decir, a lo largo de seis años (gráfico B). El ritmo de absorción también varió considerablemente entre los distintos países de la zona del euro. Dado que la pandemia del COVID-19 restringe los medios a disposición de las Administraciones, la absorción de fondos podría complicarse más. Queda por ver si la dependencia del MRR de órganos administrativos nacionales en lugar de regionales, sus amplias prioridades de actuación y la ausencia de requisitos de cofinanciación facilitarán una absorción de fondos más rápida que la observada habitualmente en los proyectos presupuestarios de la UE. Aun así, el ritmo de absorción es un indicador (*proxy*) imperfecto del uso eficaz y eficiente de fondos de la UE. Como ha documentado el Tribunal de Cuentas Europeo, la premura por absorber fondos de la UE hacia el final del ciclo presupuestario de la UE puede desembocar en un malgasto de recursos¹². Esto sugiere que es probable que la calidad y la capacidad de la Administración Pública sean factores decisivos para que los fondos del NGEU se utilicen adecuadamente, y podrían constituir un ámbito de reforma prometedor. Aunque es posible que tenga que transcurrir cierto tiempo hasta que las reformas dirigidas a reforzar la capacidad del sector público desplieguen todo su potencial, un uso eficaz del Instrumento de Apoyo Técnico (IAT) de la Comisión Europea podría aliviar las restricciones de capacidad nacionales, sobre todo en el corto plazo¹³. Este instrumento puede ayudar a los Estados miembros a gestionar el ciclo de vida de los proyectos de inversión y de reforma, fortaleciendo la capacidad de elaboración, aplicación, seguimiento y evaluación de los proyectos. Del mismo modo, mediante el establecimiento de una infraestructura jurídica armonizada y clara, la legislación de la UE podría facilitar y acelerar su implementación.

¹¹ En el MFP 2014-2020, el período de gracia fue de tres años, frente a los dos años del MFP de 2007-2013 y de 2021-2027.

¹² Véase Tribunal de Cuentas Europeo, «[Las medidas de la Comisión y los Estados miembros durante el período de programación 2007-2013 abordaron la baja absorción, pero no se centraron suficientemente en los resultados](#)», *Informe Especial*, n.º 17, 2018.

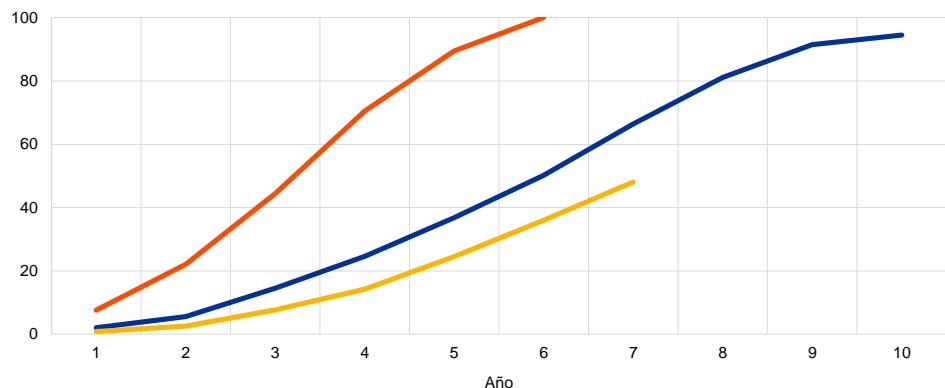
¹³ Un objetivo clave del IAT es apoyar a los Estados miembros en la elaboración y aplicación de sus planes de recuperación y resiliencia, por ejemplo, proporcionándoles conocimientos especializados, recursos humanos y formación. Este instrumento cuenta con un presupuesto de 864 millones de euros durante el actual período presupuestario de la UE.

Gráfico B

Tasas de desembolso históricas de los fondos estructurales de la UE y tasas de desembolso previstas en el NGEU

(porcentajes)

- Tasa de desembolso efectiva: MFP 2007-2013
- Tasa de desembolso efectiva: MFP 2014-2020
- Subvenciones del NGEU: perfil esperado



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE basados en Z. Darvas, «Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?», *Bruegel Blog*, 24 de septiembre de 2020.

Notas: «Año 1» es el primer año del programa respectivo, es decir, 2007 para el MFP 2007-2013, 2014 para el MFP 2014-2020 y 2021 para el NGEU. El MFP 2007-2013 abarca el Fondo de Cohesión, el Fondo Europeo de Desarrollo Regional y el Fondo Social Europeo, mientras que el MFP 2014-2020 no incluye este último. La tasa de desembolso del MFP es el porcentaje del importe total comprometido en el presupuesto de la UE para un Estado miembro que ha sido desembolsado por la Comisión. Los cálculos relacionados con los MFP solo incluyen países de la zona del euro (media no ponderada). El perfil del NGEU muestra los desembolsos previstos por la Comisión Europea.

Unos sistemas nacionales de control y de auditoría adecuados también podrían desempeñar un papel crucial para garantizar la aplicación eficaz del paquete de recuperación. Como puso de relieve la Comisión Europea en sus orientaciones a los Estados miembros para la elaboración de sus planes de recuperación y resiliencia, dichos sistemas de control podrían incluir medidas precautorias para prevenir la corrupción, el fraude y los conflictos de intereses¹⁴. La finalización puntual de los procedimientos sobre impactos medioambientales y acuerdos sobre procedimientos bien definidos para la colaboración entre las Administraciones centrales y locales con el fin de evitar conflictos de competencias también contribuirían a una ejecución fluida de los proyectos de inversión y de reforma. Es probable que el impacto macroeconómico general del paquete de recuperación sea mayor si se garantiza que se presta suficiente atención a estos aspectos.

¹⁴ Véase Comisión Europea, «Guidance to Member States recovery and reconciliation plans», *Staff Working Document (2021) 12 final*, 22 de enero.