

## Recuadros

### 1 Evolución de la cuenta corriente de la zona del euro durante la pandemia

Michael Fidora, Fausto Pastoris y Martin Schmitz

**En un contexto de volatilidad elevada de la actividad económica y del comercio internacional a raíz de la pandemia de coronavirus (COVID-19), en 2020 el superávit por cuenta corriente de la zona del euro se redujo solo ligeramente con respecto a 2019, del 2,3 % al 2,2 % del PIB (panel a del gráfico A).** Sin embargo, la disminución moderada del superávit por cuenta corriente en relación con el PIB oculta un descenso considerable de su valor — desde 280 mm de euros en 2019 hasta 250 mm de euros en 2020—, debido a que el PIB nominal experimentó una fuerte contracción durante este período. Además, se produjeron cambios significativos en la composición del comercio y en la desagregación geográfica del superávit, así como en las operaciones (de pago y de adeudo) exteriores subyacentes en términos brutos. En este recuadro se analizan los aspectos más destacados de la evolución de la cuenta corriente de la zona del euro en 2020, centrando la atención en cómo afectó la pandemia a sus distintos componentes.

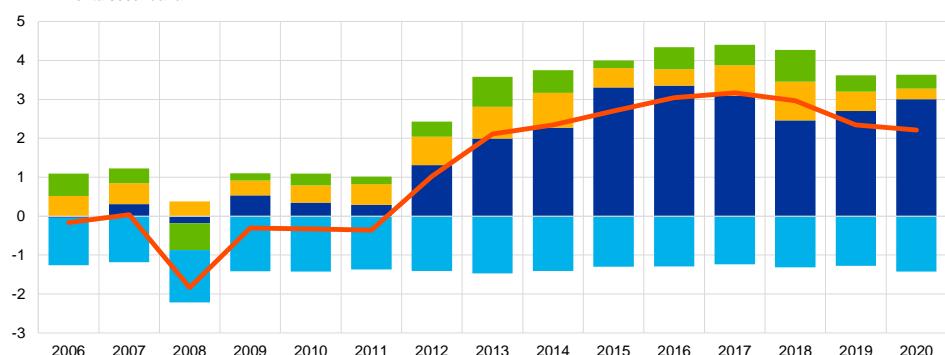
## Gráfico A

### Evolución de la cuenta corriente de la zona del euro

#### a) Balanza por cuenta corriente de la zona del euro

(porcentajes del PIB)

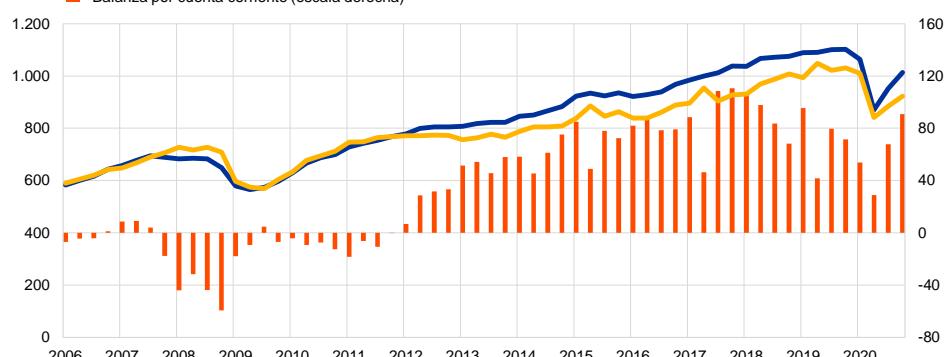
- Bienes
- Servicios
- Cuenta corriente
- Renta primaria
- Renta secundaria



#### b) Transacciones trimestrales de la cuenta corriente de la zona del euro

(mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados por días laborables)

- Exportaciones de bienes y servicios e ingresos por rentas
- Importaciones de bienes y servicios y pagos por rentas
- Balanza por cuenta corriente (escala derecha)



Fuentes: BCE y Eurostat.

**Las transacciones de la cuenta corriente de la zona del euro se redujeron de forma acusada en la primera mitad de 2020 tras la irrupción de la pandemia y la introducción de medidas para contener su propagación (panel b del gráfico A).** En términos nominales, en el primer semestre de 2020 el superávit por cuenta corriente de la zona del euro se situó 55 mm de euros por debajo del nivel registrado en el mismo período de 2019<sup>1</sup>. Este descenso fue consecuencia de la fuerte caída de los ingresos brutos —es decir, las exportaciones de bienes y servicios y los ingresos por rentas del exterior—, que contrarrestó con creces la contracción de los pagos brutos, es decir, las importaciones de bienes y servicios y los pagos por rentas a los no residentes en la zona del euro. Como la demanda exterior se recuperó durante la segunda mitad del año y las exportaciones de la zona del euro repuntaron en mayor medida que las importaciones, el superávit por

<sup>1</sup> La evolución intraanual se presenta en datos desestacionalizados y ajustados por días laborables.

cuenta corriente del segundo semestre de 2020 se incrementó en 7 mm de euros con respecto al mismo período de 2019<sup>2</sup>. En conjunto, en términos nominales, el superávit por cuenta corriente de 2020 fue más de un 10 % inferior al observado en 2019.

**El superávit comercial de bienes aumentó hasta situarse en el 3 % del PIB en 2020, dado que la caída observada en las exportaciones de la zona del euro se vio compensada por una disminución incluso más acusada de las importaciones.** En 2020, el superávit de la balanza de bienes se incrementó en 17 mm de euros (0,3 puntos porcentuales en términos de PIB). Esta evolución ocultó el descenso significativo en el valor de las exportaciones de bienes —de 216 mm de euros (0,8 puntos porcentuales en términos de PIB)—, que fue compensado con creces por el retroceso más acusado de las importaciones (234 mm de euros [1,1 puntos porcentuales en términos de PIB]). Las estadísticas correspondientes al comercio de bienes muestran que el déficit energético de la zona del euro se redujo de forma notable, como resultado de la evolución favorable de los precios de la energía y de la contracción de las importaciones en términos reales debido al desplome de la actividad económica. Por otro lado, el superávit de los bienes manufacturados de la zona del euro disminuyó considerablemente en un contexto de disrupciones en las cadenas globales de valor, que también se reflejaron en la fuerte caída del déficit de los bienes intermedios de la zona del euro<sup>3</sup>.

**Las repercusiones económicas de la pandemia son particularmente evidentes en la balanza de servicios, en la que las restricciones a los desplazamientos se tradujeron en un descenso acusado del superávit de turismo y viajes de la zona del euro (gráfico B).** En 2020, el superávit de la balanza de servicios se redujo en 29 mm de euros (0,2 puntos porcentuales en términos de PIB), debido, sobre todo, a la disminución de los superávits de turismo y viajes (del 0,3 % del PIB en 2019 al 0,1 % del PIB en 2020) y de servicios de transporte (del 0,2 % del PIB al 0,1 % del PIB). En el caso del primero, esta evolución reflejó el desplome de las exportaciones (alrededor del 65 % en términos nominales con respecto a 2019) como consecuencia de las restricciones a los desplazamientos introducidas para contener la pandemia<sup>4</sup>. En cambio, el superávit de los servicios de telecomunicaciones, de informática y de información creció (del 0,8 % del PIB al 0,9 % del PIB), gracias al aumento de las exportaciones. Los grandes cambios que experimentaron los déficits de los cargos por el uso de la propiedad intelectual (que

<sup>2</sup> Mientras que la balanza comercial mejoró en la segunda mitad del año, la balanza de rentas siguió deteriorándose. La contracción de la balanza de rentas de la zona del euro en 2020 se debió al empeoramiento del déficit de la renta secundaria y a la disminución del superávit de las rentas de inversión. El saldo de las rentas de inversión refleja los rendimientos de la zona del euro obtenidos de los activos exteriores netos. La evolución de estos activos de la zona del euro (la posición de inversión internacional neta) estuvo determinada en los últimos años no solo por las transacciones de la balanza por cuenta corriente, sino también por los efectos valoración (es decir, las fluctuaciones registradas en las valoraciones de los activos y pasivos exteriores como consecuencia de variaciones de los tipos de cambio y de cambios en los precios de los activos y pasivos). Para más información, véase el recuadro titulado «[Los factores determinantes de la reciente mejora de la posición de inversión internacional de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2018.

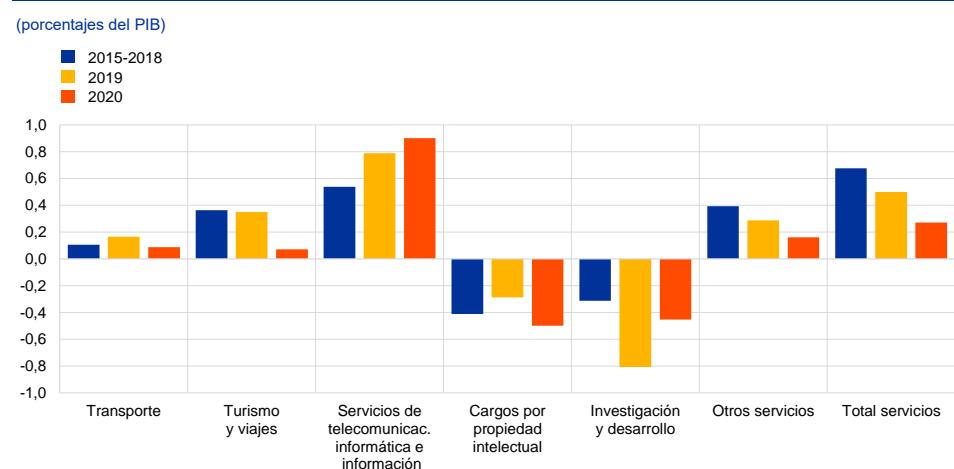
<sup>3</sup> Véase también el recuadro titulado «[El fuerte desplome del comercio en 2020 y el papel amplificador de las cadenas globales de valor](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

<sup>4</sup> Véase también el recuadro titulado «[Evolución del sector turístico durante la pandemia de Covid-19](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

se incrementaron en 0,2 puntos porcentuales en términos de PIB) y de los servicios de investigación y desarrollo (que experimentaron un descenso de 0,4 puntos porcentuales en términos de PIB) reflejaron la volatilidad pronunciada que se observó en las importaciones de estos servicios de la zona del euro en los últimos años, debido a la actividad de las grandes multinacionales<sup>5</sup>.

### Gráfico B

Evolución de la balanza de servicios de la zona del euro, por principales tipos de servicio



Fuente: BCE.

Nota: «Otros servicios» incluye las categorías de comercio de servicios que no se muestran en otras partes del gráfico.

**Los datos sobre las contrapartidas geográficas de la cuenta corriente de la zona del euro muestran que, en 2020, los mayores superávits bilaterales de esta zona disminuyeron (panel a del gráfico C).** Al igual que en los últimos años, en 2020, los superávits bilaterales más elevados de la zona del euro correspondieron a Reino Unido, Estados Unidos y Suiza (1,3 %, 0,7 % y 0,5 % del PIB, respectivamente). El grupo «otros países» —que incluye a importantes productores de petróleo— también contribuyó positivamente al superávit exterior de la zona del euro (con un superávit de alrededor del 1,6 % del PIB), mientras que la zona registró un déficit por cuenta corriente frente a China (0,6 % del PIB) y frente al grupo «centros financieros extraterritoriales» (0,7 % del PIB).

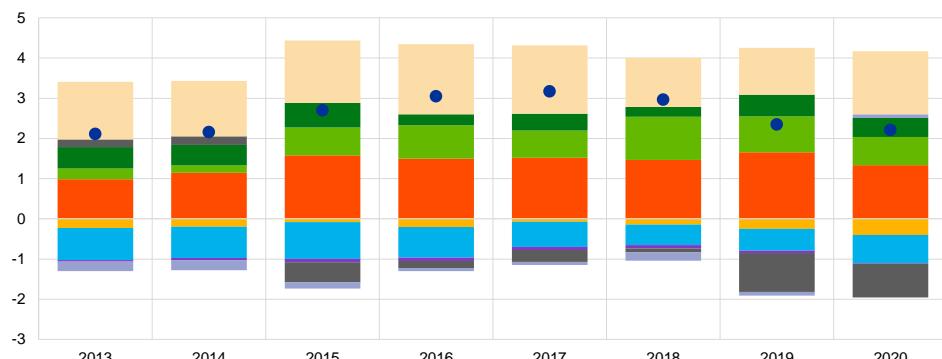
<sup>5</sup> Para información adicional sobre el impacto de las operaciones de las multinacionales en las cuentas exteriores de la zona del euro, véanse el artículo titulado «[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2020, y P. R. Lane, «[Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic](#)», discurso pronunciado en el Foro Estadístico Europeo (virtual), 26 de abril de 2021.

### Gráfico C

#### Desagregación geográfica de la cuenta corriente de la zona del euro

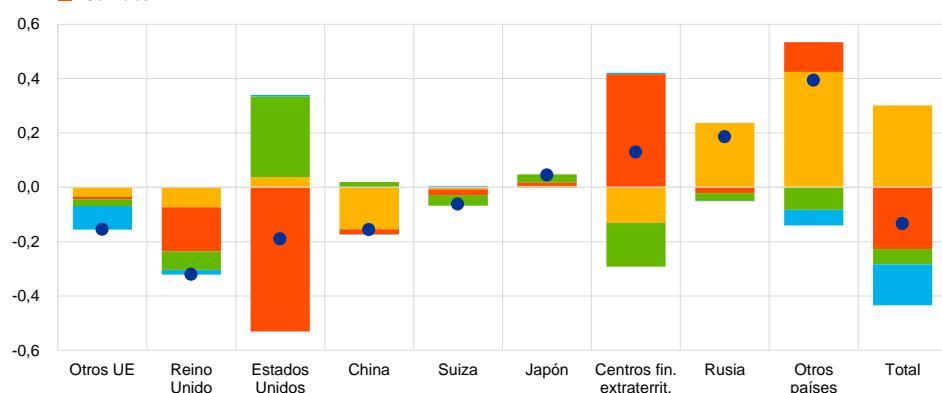
##### a) Cuenta corriente de la zona del euro, por principales contrapartidas geográficas

(porcentajes del PIB)



##### b) Variación de las balanzas bilaterales por cuenta corriente entre 2020 y 2019

(puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: «Otros UE» incluye los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y las instituciones y organismos de la UE que, con fines estadísticos, se consideran fuera de la zona del euro, como la Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones. «Centros financieros extraterritoriales» abarca los países o jurisdicciones fuera de la UE que prestan servicios financieros a los no residentes a una escala desproporcionada en relación con el tamaño de su economía nacional, incluidos, por ejemplo, Hong Kong RAE y las Islas Caimán. «Otros países» incluye todos los países y grupos de países que no figuran en el gráfico, así como la información que ha quedado indeterminada geográficamente.

**Los cambios más pronunciados de la desagregación geográfica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en 2020 fueron el descenso de los superávits frente al Reino Unido y Estados Unidos, y el aumento del superávit frente al grupo «otros países» (panel b del gráfico C).** La disminución de los superávits frente al Reino Unido y Estados Unidos tuvo su origen, principalmente, en los servicios. En el caso del primer país, se debió, sobre todo, a la caída significativa de las exportaciones de turismo y viajes de la zona del euro en un contexto de restricciones a los desplazamientos como consecuencia de la pandemia, mientras que en Estados Unidos también reflejó un incremento acusado de los pagos por el uso de propiedad intelectual, relacionados con las operaciones de las

multinacionales<sup>6</sup>. El superávit de la balanza de bienes frente al grupo «otros países» creció con fuerza debido a la caída de las importaciones energéticas que se mencionó anteriormente, y que también fue la causa de que el déficit bilateral por cuenta corriente frente a Rusia pasase a ser un superávit. El déficit de la balanza de bienes frente a China siguió aumentando en 2020, como consecuencia, en parte, del incremento de las importaciones de suministros médicos vinculado a la pandemia.

**Desde una perspectiva de ahorro/inversión, la estabilidad de la capacidad de financiación de la zona del euro frente al resto del mundo en 2020 ocultó los incrementos sin precedentes observados en la capacidad de financiación de los hogares y en la necesidad de financiación del sector de Administraciones Públicas (gráfico D).** La necesidad de contener las repercusiones de la pandemia para la economía frenó de forma repentina la disminución sostenida de la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas observada en los últimos años, y en 2020 la necesidad de financiación de los Gobiernos de la zona del euro creció hasta situarse en el 7,3 % del PIB. Con todo, esta evolución se vio compensada casi en su totalidad por el fuerte incremento de la capacidad de financiación de los hogares de la zona del euro (hasta alcanzar el 7,3 % del PIB), como consecuencia del ahorro por precaución y forzoso<sup>7</sup>. Habida cuenta de que la capacidad de financiación del sector financiero y de las sociedades no financieras también creció —aunque de forma más moderada— en 2020, la capacidad de financiación de la zona del euro frente al resto del mundo se mantuvo, en general, estable en torno al 2,2 % del PIB.

---

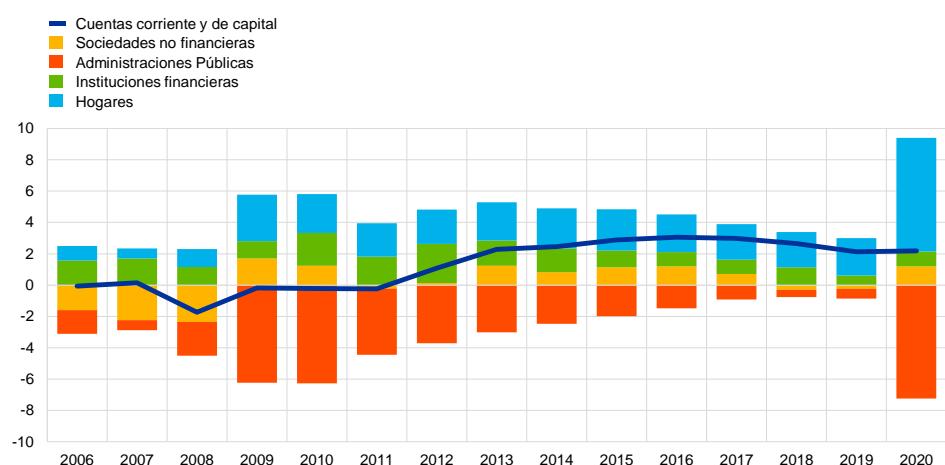
<sup>6</sup> Estas operaciones también se reflejaron en la reducción correspondiente del déficit de la balanza de servicios de la zona del euro frente a los centros financieros extraterritoriales.

<sup>7</sup> Véase también el recuadro titulado «[El COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

## Gráfico D

### La capacidad/necesidad de financiación de los sectores de la zona del euro y el saldo de las cuentas corriente y de capital

(porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La descomposición sectorial de la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro refleja los balances sectoriales domésticos de la zona del euro obtenidos de los datos de las cuentas no financieras de los sectores. El saldo de las cuentas corriente y de capital de la zona del euro refleja la capacidad/necesidad de financiación de la zona frente al resto del mundo que se incluye en los datos de la balanza de pagos. Pueden existir pequeñas discrepancias entre los dos indicadores como resultado de diferencias entre las fuentes de datos.

**Las balanzas por cuenta corriente de los países de la zona del euro mostraron una evolución heterogénea en 2020, y las balanzas comerciales de los países que dependen en gran medida del turismo experimentaron fuertes retrocesos (gráfico E).** Estas grandes fluctuaciones, principalmente vinculadas a una caída pronunciada de las exportaciones de turismo y viajes, se tradujeron en un deterioro considerable de las balanzas por cuenta corriente de España (del 2,1 % al 0,7 % del PIB), Portugal (del 0,4 % al -1,2 % del PIB) y Grecia (del -1,5 % al -6,7 % del PIB). Las balanzas por cuenta corriente de Malta y de Chipre también registraron un retroceso notable, debido, sobre todo, a la disminución de las exportaciones netas de turismo y viajes y de otros servicios. Al mismo tiempo, en Irlanda, la balanza por cuenta corriente mejoró de forma sustancial, impulsada por los cambios observados en el comercio de servicios —y, en menor medida, en el comercio de bienes— como consecuencia, mayoritariamente, de las actividades de las grandes multinacionales<sup>8</sup>.

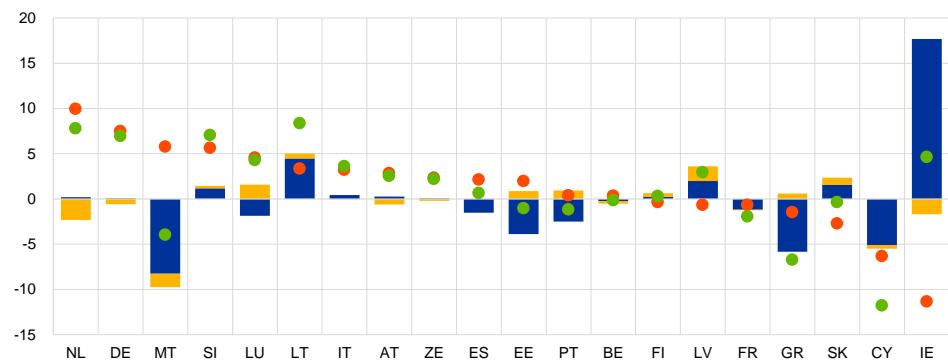
<sup>8</sup> La mejora excepcional de la balanza de servicios de Irlanda en 2020 obedeció al descenso acusado de las importaciones de servicios de investigación y desarrollo, en un contexto de volatilidad pronunciada en las cuentas exteriores del país debido al impacto muy significativo de las operaciones de las multinacionales.

## Gráfico E

### Variaciones de las cuentas corrientes de los países de la zona del euro entre 2020 y 2019

(porcentajes de PIB; puntos porcentuales)

- Cuenta corriente 2019
- Cuenta corriente 2020
- Variación de la balanza comercial
- Variación de la balanza de rentas



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La balanza comercial incorpora las balanzas de bienes y servicios. La balanza de rentas incluye las balanzas de la rentas primaria y secundaria. «ZE» se refiere a la «zona del euro».

## El impacto de las medidas de apoyo fiscal en las necesidades de liquidez de las empresas durante la pandemia

Roberto A. De Santis, Annalisa Ferrando y Elena Sofia Gabbani

**Los Gobiernos europeos respondieron a la irrupción de la pandemia de coronavirus (COVID-19) desplegando importantes paquetes fiscales con el fin de prestar apoyo a los hogares, a los trabajadores y a las empresas.**

Transcurrido casi un año de vigencia del respaldo fiscal, a través de la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés)<sup>1</sup> se recopiló información sobre cómo se han utilizado estos paquetes durante este período para aliviar las necesidades de liquidez de las empresas a corto y medio plazo. Las medidas fiscales de los Gobiernos se clasifican en tres categorías principales: i) apoyo a los salarios<sup>2</sup>; ii) reducciones y moratorias de impuestos, y iii) otras medidas de apoyo<sup>3</sup>. En este recuadro se presenta un resumen de los resultados de la encuesta, agrupando los correspondientes a cada país en cuatro sectores diferentes (industria, construcción, comercio mayorista y minorista, y otros servicios empresariales)<sup>4</sup>.

**Dos tercios de las empresas encuestadas se acogieron al menos a una de las medidas de apoyo público introducidas en respuesta a la pandemia.** En torno al 55 % de las grandes empresas y el 48 % de las pymes de la zona del euro participantes en la encuesta hicieron uso de estas ayudas públicas para reducir sus costes salariales; alrededor del 28 % de las primeras y del 25 % de las segundas se

<sup>1</sup> La encuesta semestral SAFE se realizó entre el 8 de marzo y el 22 de abril de 2021. En ella se pedía a las empresas de la zona del euro que señalaran los cambios en su situación financiera y en la necesidad y disponibilidad de financiación externa durante el período comprendido entre octubre de 2020 y marzo de 2021. El tamaño total de la muestra fue de 11.007 empresas, de las que 10.054 (el 91 %) eran pymes. Todas las cifras de este recuadro están ponderadas por tamaño, actividad económica y país para reflejar la estructura económica de la población de empresas. Véase el [informe de la SAFE](#).

<sup>2</sup> Apoyo a los salarios se refiere a las ayudas públicas en forma de subsidios salariales para trabajadores que se han visto afectados temporalmente por una reducción total o parcial de su jornada laboral, los denominados «programas de regulación temporal de empleo».

<sup>3</sup> Aunque no se especificaba en el cuestionario, en esta tercera categoría pueden incluirse diversos programas relacionados con las ayudas públicas, como avales para préstamos bancarios no destinados a reducir los costes salariales, ayudas financieras directas, y fondos de recapitalización y reestructuración. Para información adicional sobre las preguntas *ad hoc* formuladas en la SAFE, véase también el recuadro titulado «[Government support policies during the COVID-19 period](#)», incluido en el informe de la SAFE.

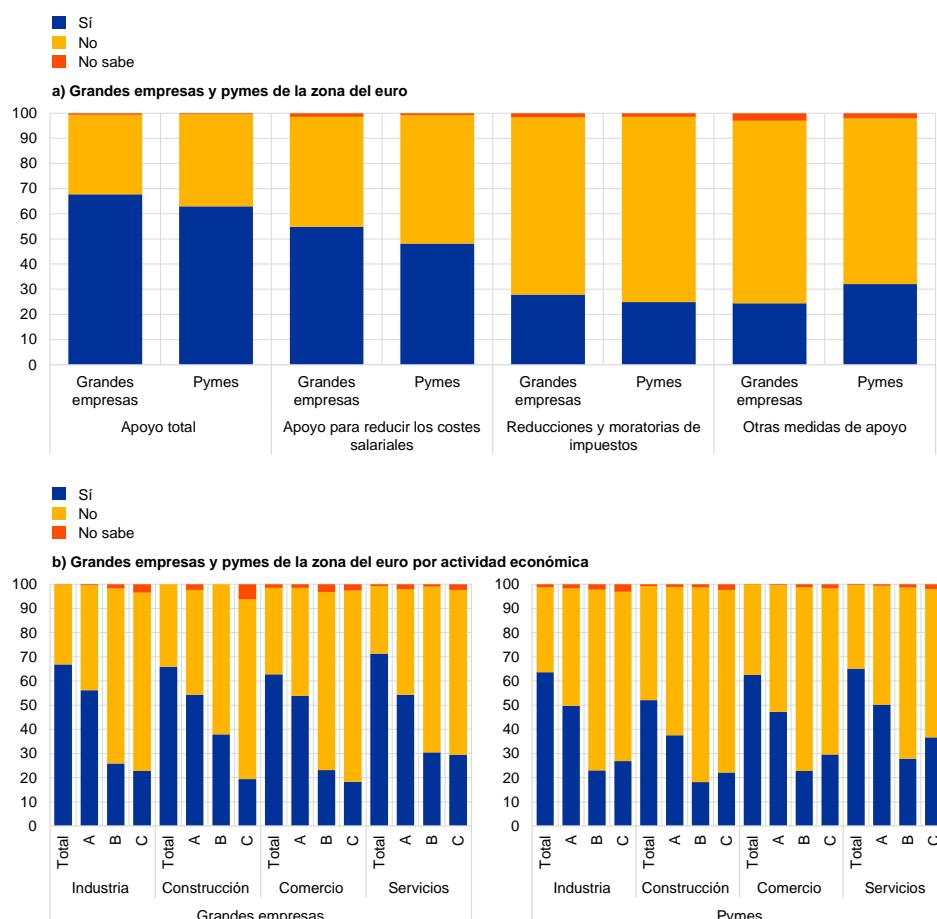
<sup>4</sup> Este recuadro complementa estudios relacionados sobre programas públicos. [Albertazzi et al.](#) analizan cómo los programas de avales públicos para préstamos anuncios podrían incidir en el importe de las pérdidas que pueden afrontar las entidades de crédito. [Falagiarda et al.](#) examinan las características de estos programas y su grado de utilización en los países de mayor tamaño de la zona del euro. [Anderson et al.](#) proporcionan un resumen de las medidas de apoyo al crédito adoptadas en las cinco mayores economías de la zona del euro. En un [estudio de la OCDE](#) de 2021 se presenta un resumen de las medidas de apoyo estructural y a la liquidez adoptadas a escala mundial. Véanse U. Albertazzi, M. Bijsterbosch, M. Grodzicki, J. Metzler y A. Ponte Marques, «[Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses](#)», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2020; M. Falagiarda, A. Prapiestis y E. Rancoita, «[Los avales públicos para préstamos y el crédito bancario durante la pandemia de Covid-19](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020; J. Anderson, F. Papadia y N. Véron, «[COVID-19 credit-support programmes in Europe's five largest economies](#)», *Working Paper*, 03/2021, Bruegel, 2021, y *One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to "build back better"*, OCDE, abril de 2021.

beneficiaron de reducciones y moratorias de impuestos, y aproximadamente el 24 % y el 32 %, respectivamente, recurrieron a otros programas de apoyo público (panel a del gráfico A).

### Gráfico A

Porcentaje de empresas de la zona del euro que recibieron apoyo fiscal de los Gobiernos en respuesta a la pandemia: detalle por tamaño y por sectores

(porcentaje de empresas encuestadas)



Fuentes: BCE y encuesta de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

Nota: «A» se refiere a las medidas públicas de apoyo a los salarios, «B» a las ayudas públicas en forma de reducciones y moratorias de impuestos, «C» a otros programas de apoyo público, y «Total» al agregado de los programas (es decir, se recibe al menos un tipo de ayuda).

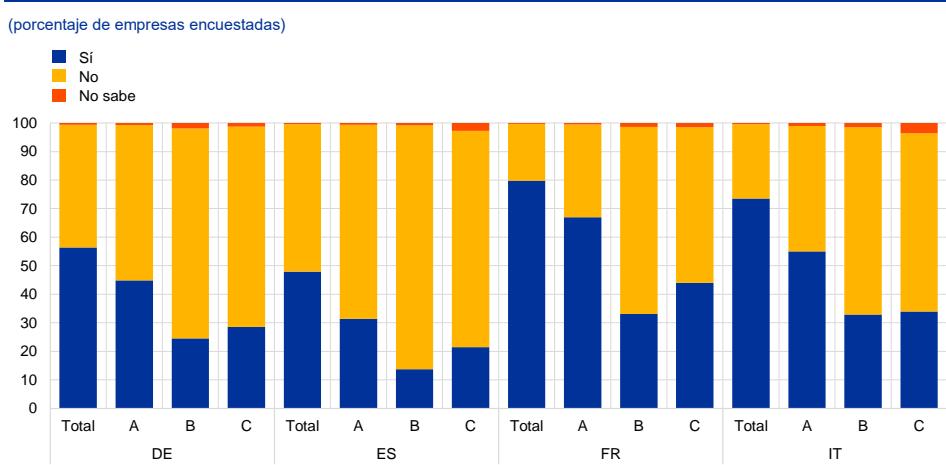
**Por sectores, las pymes de la industria y los servicios recibieron más apoyo que las de la construcción.** Las actividades que se vieron muy afectadas por las medidas de distanciamiento social —como hostelería, turismo y viajes, ocio y cultura— suelen ser gestionadas por pequeñas y medianas empresas (pymes) de hasta 249 empleados, es decir, la categoría de empresas con mayor peso en la SAFE. Para este tipo de actividades, las pymes obtuvieron relativamente más ayudas que las grandes empresas a través de otros programas de apoyo público, lo que en parte se debe a que las medidas específicas de cada país fueron concebidas, fundamentalmente, para ayudar a las empresas de menor tamaño. El respaldo prestado a las pymes fue comparativamente mayor en la industria y los servicios que en la construcción, en particular, a través de medidas de apoyo a los

salarios. En cambio, las grandes empresas se beneficiaron de ayudas públicas para reducir sus costes salariales en todos los sectores (panel b del gráfico A). En torno a la mitad de las pymes encuestadas de la industria, el comercio mayorista y minorista («Comercio» en los gráficos) y otros servicios empresariales («Servicios»), así como el 37 % de las pymes del sector de la construcción, recibieron ayudas con esta finalidad; estos porcentajes descienden hasta alrededor del 25 % y el 18 %, respectivamente, en lo que respecta a las reducciones y moratorias de impuestos. En cuanto a otros programas de apoyo público, la divergencia sectorial es más acusada (panel b del gráfico A).

**El respaldo proporcionado por los Gobiernos fue diferente en los distintos países.** En España y Alemania, la proporción de pymes que se acogieron a medidas de apoyo fiscal fue más bajo, en términos relativos, que en Francia e Italia, con independencia del tipo de ayuda (gráfico B). Concretamente, alrededor de dos tercios de las empresas francesas recurrieron a las medidas de apoyo a la liquidez para reducir sus costes salariales, mientras que solo un tercio de las empresas españolas afirmaron haber recibido ese tipo de apoyo. En cuanto a las reducciones y moratorias de impuestos, un tercio de las empresas italianas señalaron que se habían beneficiado de este tipo de medidas; en cambio, en España, este porcentaje desciende hasta el 14 %. El 44 % de las empresas encuestadas en Francia también se acogió a otros programas de apoyo público, mientras que el porcentaje equivalente en el caso de las empresas radicadas en España se sitúa en torno al 21 %.

### Gráfico B

Porcentaje de pymes que recurrieron al apoyo fiscal de los Gobiernos en respuesta a la pandemia: detalle por países



Fuentes: BCE y encuesta de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).  
Nota: «A» se refiere a las medidas públicas de apoyo a los salarios, «B» a las ayudas públicas en forma de reducciones y moratorias de impuestos, «C» a otros programas de apoyo público, y «Total» al agregado de los programas (es decir, se recibe al menos un tipo de ayuda).

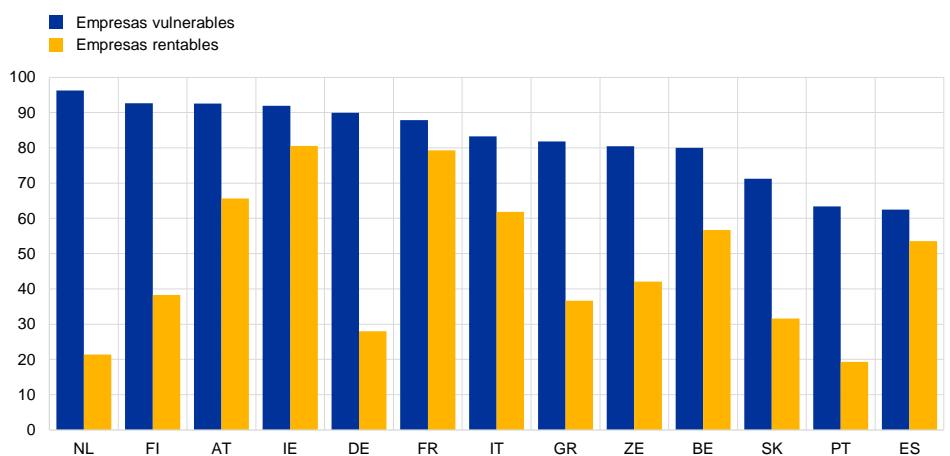
**Un análisis basado en las respuestas de las empresas sugiere que aquellas más negativamente afectadas por la pandemia recurrieron en mayor medida al apoyo fiscal.** Si se considera la situación financiera individual de las empresas, se puede establecer una distinción entre empresas «vulnerables» —es decir, aquellas que en la última encuesta (octubre de 2020–marzo de 2021) indicaron que la cifra de negocios y los beneficios habían disminuido, así como que los gastos por

intereses y el apalancamiento habían aumentado con respecto a los seis meses anteriores— y empresas «rentables», las que, durante el mismo período, señalaron un aumento de la cifra de negocios y de los beneficios, y una disminución de los gastos por intereses y del apalancamiento<sup>5</sup>. El gráfico C muestra el porcentaje de empresas que, dentro de sus respectivas categorías, se acogieron al menos a una de las modalidades de apoyo fiscal previstas en los países de la zona del euro. Ambos porcentajes son muy elevados en Irlanda y Francia, y más bajos en Portugal. En promedio, en la zona del euro, el 80 % de las empresas más vulnerables y en torno al 40 % de las más rentables —dentro de su categoría correspondiente en cada caso— recurrieron al respaldo fiscal durante la pandemia. En comparación con la evidencia histórica, una proporción relativamente alta de empresas vulnerables habían sido clasificadas como no vulnerables antes de la irrupción de la pandemia. Esto sugiere que las empresas más afectadas que se habían enfrentado a necesidades de liquidez inmediatas dispusieron de más apoyo fiscal.

### Gráfico C

#### Porcentaje de empresas vulnerables y rentables que recurrieron al apoyo fiscal de los Gobiernos

(porcentaje de empresas encuestadas dentro de sus categorías respectivas)



Fuentes: BCE y encuesta de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

Nota: Las empresas vulnerables se definen como aquellas que, en la última encuesta SAFE (octubre de 2020–marzo de 2021) con respecto a la anterior (abril–septiembre de 2020), indicaron que habían experimentado simultáneamente una caída de la cifra de negocios y de los beneficios, un aumento de los gastos por intereses y un incremento o invariabilidad de la ratio de deuda sobre activos totales; las empresas rentables se definen como aquellas que señalaron que habían experimentado simultáneamente un crecimiento de la cifra de negocios y de los beneficios, una disminución o inexistencia de los gastos por intereses, y un descenso o invariabilidad de la ratio de deuda sobre activos totales.

**La mayoría de las empresas que recibieron apoyo público lo destinaron a atender sus obligaciones inmediatas y a corto plazo.** Se solicitó a dichas empresas que valoraran la importancia de las distintas medidas para aliviar sus necesidades de liquidez (entendiéndose por liquidez el volumen de efectivo necesario para atender las obligaciones inmediatas y a corto plazo de la empresa). En conjunto, estos programas de apoyo desempeñaron un papel destacado para mitigar el riesgo de liquidez, aunque con algunas diferencias entre sectores y por tipo de medida. Entre las empresas que obtuvieron ayudas públicas para reducir sus

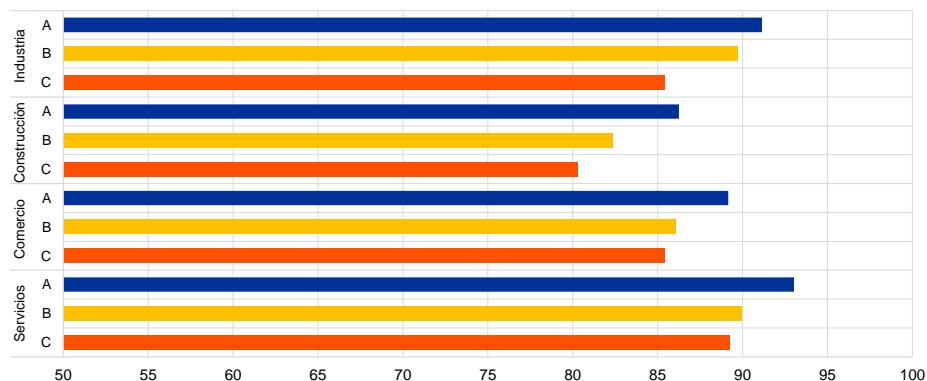
<sup>5</sup> Para información sobre la evolución en el tiempo de las empresas vulnerables y las rentables antes de la pandemia, véase «Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area», octubre de 2017–marzo de 2018, BCE.

costes salariales, alrededor del 90 % de las pymes de la zona del euro —en promedio— las consideraron importantes para ayudarlas a cumplir sus obligaciones a corto plazo, correspondiendo los porcentajes más elevados a las empresas del sector servicios (gráfico D). De igual forma, las reducciones y moratorias de impuestos fueron consideradas relevantes por el 87 % de las pymes, en promedio, y los porcentajes más altos se registraron en la industria y los servicios. Por último, más de dos tercios de las pymes destacaron la importancia de otros programas de apoyo, sobre todo en los servicios. Por países, de la proporción relativamente reducida de pymes que se acogieron al apoyo fiscal en Alemania (gráfico B), la mayoría indicó que habían utilizado de forma generalizada todos los tipos de programas de apoyo público para reforzar su liquidez. Las pymes italianas atribuyeron una relevancia mayor a las ayudas para reducir los costes salariales y a las reducciones y moratorias de impuestos, mientras que, en las pymes francesas, los porcentajes en relación con otras medidas de respaldo y con los programas de apoyo a los salarios fueron más elevados.

#### Gráfico D

Importancia de las medidas de apoyo público para las pymes de la zona del euro que destinaron las ayudas a atender sus obligaciones de pago a corto plazo, por sector

(porcentaje de empresas encuestadas que respondieron «muy importante» o «moderadamente importante»)



Fuentes: BCE y encuesta de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

Nota: «A» se refiere a las medidas públicas de apoyo a los salarios, «B» a las ayudas públicas en forma de reducciones y moratorias de impuestos, y «C» a otros programas de apoyo público.

**Más de dos tercios de las empresas que se acogieron a las medidas de apoyo público indicaron que las medidas vigentes o previstas en respuesta a la pandemia las ayudarían a atender el pago de sus deudas en los dos años siguientes.** Se pidió a las empresas que consideraran si las medidas de apoyo relacionadas con la pandemia vigentes en ese momento o que se esperaba que los Gobiernos introdujeran en el futuro próximo serían suficientes para reducir el riesgo de quiebra de su empresa en los dos años siguientes (es decir, la probabilidad de que la empresa no fuera capaz de hacer frente al pago de sus deudas a medio y largo plazo). En respuesta a esta pregunta, el 74 % de las pymes y el 65 % de las grandes empresas que habían recibido ayudas públicas indicaron que estas medidas aliviarían sus necesidades de liquidez a medio plazo (panel a del gráfico E). Concretamente, las empresas del sector de otros servicios empresariales

afirmaron que estos programas contribuirían a que su riesgo de quiebra disminuyera en los dos años siguientes. En todos los países, las empresas consideraron que las medidas públicas de apoyo a la liquidez eran cruciales para reducir ese riesgo.

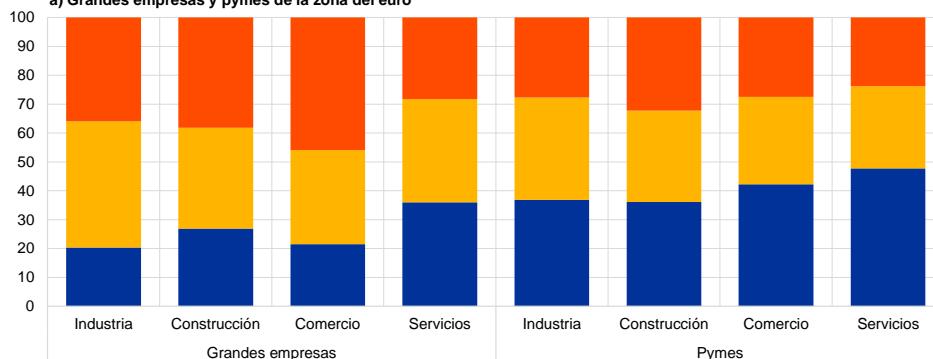
#### Gráfico E

Importancia de las medidas de apoyo público para las empresas de la zona del euro que destinaron las ayudas a atender sus obligaciones a largo plazo

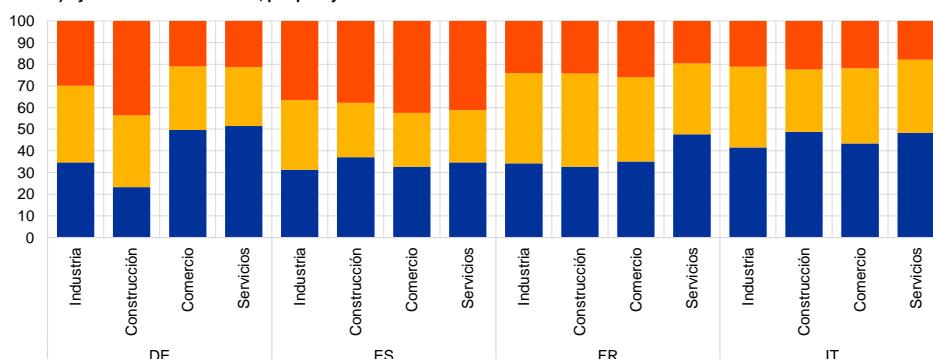
(porcentaje de empresas encuestadas)

- Muy importante
- Moderadamente importante
- Nada importante

##### a) Grandes empresas y pymes de la zona del euro



##### b) Pymes de la zona del euro, por país y actividad económica



Fuentes: BCE y encuesta de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

**En conjunto, las medidas de apoyo fiscal fueron efectivas para paliar las necesidades de liquidez de las empresas tras la irrupción de la pandemia.** En torno a dos tercios de las grandes empresas y pymes encuestadas se acogieron a medidas de apoyo público. La mayoría utilizó estos programas para atender sus obligaciones inmediatas y a corto plazo, en particular para reducir sus costes salariales y mejorar su situación fiscal. Asimismo, las empresas indicaron que las medidas relacionadas con la pandemia vigentes en ese momento o previstas por los Gobiernos las ayudarían a pagar sus deudas en los dos años siguientes.

3

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de enero y el 27 de abril de 2021

**Guido Della Valle y Nikolaus Solonar**

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez en la zona del euro durante el primer y segundo período de mantenimiento de reservas de 2021. Conjuntamente, estos dos períodos de mantenimiento abarcaron desde el 27 de enero hasta el 27 de abril (el «período de referencia»).

Los niveles de liquidez del banco central en el sistema bancario siguieron aumentando durante el período considerado. Esta evolución se debió, principalmente, a las compras netas de activos realizadas en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), así como a la liquidación de la séptima operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés). El 11 de marzo, el Consejo de Gobierno anunció que esperaba que, a lo largo del segundo trimestre, las compras en el marco del PEPP se efectuaran a un ritmo significativamente más elevado que en los primeros meses del año. Durante el período de referencia, los factores autónomos netos se mantuvieron en niveles bastante similares a los observados en el período de referencia anterior, comprendido entre el 4 de noviembre de 2020 y el 26 de enero de 2021.

### 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 2.030,6 mm de euros en el período de referencia, lo que representa un incremento marginal de 4,4 mm de euros.** Este leve incremento con respecto al período de referencia anterior se debe al efecto combinado del ligero aumento de 2,2 mm de euros, hasta un importe de 1.883,7 mm de euros, de los factores autónomos netos y del incremento de 2,2 mm de euros, hasta una cifra de 146,9 mm de euros, de las exigencias de reservas mínimas (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»).

**El avance de los factores autónomos netos fue atribuible, principalmente, al crecimiento de los depósitos de las Administraciones Públicas, que en el período considerado se incrementaron en 29,6 mm de euros (el 5 %), hasta un importe de 618,3 mm de euros.** Este incremento revierte, en parte, el descenso registrado en el último trimestre de 2020 desde el máximo histórico observado en los primeros meses de 2020, cuando los Gobiernos intensificaron su actividad emisora de valores para financiar las medidas adoptadas en respuesta a la crisis del

coronavirus (COVID-19) y aumentaron sus saldos precautorios para hacer frente a la incertidumbre. En conjunto, pese a este incremento, los depósitos de las Administraciones Pùblicas se mantienen por debajo de la cifra récord de 729,8 mm de euros alcanzada en el sexto período de mantenimiento de 2020, aunque todavía en un nivel significativamente superior a su media histórica —246,8 mm de euros— en el mismo período de años anteriores (del 27 de enero al 27 de abril de 2020, 2019 y 2018). El crecimiento de los depósitos de las Administraciones Pùblicas se vio compensado, en parte, por la caída de 24,5 mm de euros de otros factores autónomos, que se cifraron en 891,1 mm de euros. Los billetes en circulación aumentaron en 23,4 mm de euros y se situaron en 1.440 mm de euros. En total, los factores autónomos de absorción de liquidez registraron un alza de 28,4 mm de euros, hasta un importe de 2.949,4 mm de euros. El aumento de los factores de absorción de liquidez se compensó parcialmente con el observado en los factores inyección de liquidez (de 26,2 mm de euros, hasta una cifra de 1.066 mm de euros), que se debió al efecto combinado de un incremento de 56,5 mm de euros de los activos netos denominados en euros y una disminución de 30,3 mm de euros de los activos exteriores netos. 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: 27 de enero de 2021 a 27 de abril de 2021				Período de referencia anterior: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021	
	Primer y segundo período de mantenimiento	Primer período de mantenimiento: 27 de enero a 16 de marzo	Segundo período de mantenimiento: 17 de marzo a 27 de abril	Séptimo y octavo período de mantenimiento		
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>2.949,4</b> <b>(+28,4)</b>	<b>2.930,2</b> <b>(+54,4)</b>	<b>2.971,8</b> <b>(+41,5)</b>	<b>2.921,0</b> <b>(-77,4)</b>		
<b>Billetes en circulación</b>	1.440,0	(+23,4)	1.433,4	(+4,0)	1.447,7	(+14,3)
<b>Depósitos de las AAPP</b>	618,3	(+29,6)	595,8	(+65,4)	644,5	(+48,8)
<b>Otros factores autónomos (neto)<sup>1)</sup></b>	891,1	(-24,5)	901,1	(-15,1)	879,6	(-21,5)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	<b>3.132,3</b> <b>(+282,0)</b>	<b>3.011,2</b> <b>(+127,4)</b>	<b>3.273,6</b> <b>(+262,4)</b>	<b>2.850,3</b> <b>(+287,6)</b>		
de los cuales, exceso de reservas exento en el sistema de dos tramos <sup>2)</sup>	874,1	(+14,9)	871,4	(+8,4)	876,8	(+5,4)
de los cuales, exceso de reservas no exento en el sistema de dos tramos <sup>2)</sup>	2.268,4	(+277,2)	2.139,9	(+118,9)	2.396,9	(+257,1)
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>3)</sup></b>	<b>146,9</b> <b>(+2,2)</b>	<b>146,5</b> <b>(+1,0)</b>	<b>147,5</b> <b>(+1,0)</b>	<b>144,8</b> <b>(+1,8)</b>		
<b>Tramo exento<sup>3)</sup></b>	<b>881,6</b> <b>(+13,0)</b>	<b>878,8</b> <b>(+5,8)</b>	<b>884,8</b> <b>(+5,9)</b>	<b>868,5</b> <b>(+10,9)</b>		
<b>Facilidad de depósito</b>	<b>634,2</b> <b>(+73,0)</b>	<b>598,0</b> <b>(+11,1)</b>	<b>676,4</b> <b>(+78,4)</b>	<b>561,2</b> <b>(+125,8)</b>		
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	<b>0,0</b> <b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b> <b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b> <b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b> <b>(+0,0)</b>		

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) Calculado como la suma de las cuentas de revaloración, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, capital y reservas.

2) El exceso de reservas exento y el no exento se explican en el [sitio web](#) del BCE.

3) Partida *pro memoria* que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

**Activo**

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 27 de enero de 2021 a 27 de abril de 2021					Período de referencia anterior: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021		
	Primer y segundo periodo de mantenimiento	Primer periodo de mantenimiento: 27 de enero a 16 de marzo	Segundo periodo de mantenimiento: 17 de marzo a 27 de abril			Séptimo y octavo periodo de mantenimiento		
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.066,0</b>	<b>(+26,2)</b>	<b>1.068,3</b>	<b>(+81,6)</b>	<b>1.063,3</b>	<b>(-4,9)</b>	<b>1.039,8</b>	<b>(-57,2)</b>
Activos exteriores netos	826,5	(-30,3)	834,9	(-13,6)	816,7	(-18,2)	856,8	(-8,4)
Activos netos denominados en euros	239,5	(+56,5)	233,3	(+95,2)	246,6	(+13,3)	183,0	(-48,8)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>5.797,2</b>	<b>(+359,5)</b>	<b>5.617,9</b>	<b>(+112,1)</b>	<b>6.006,3</b>	<b>(+388,4)</b>	<b>5.437,7</b>	<b>(+395,1)</b>
Operaciones de mercado abierto	5.797,2	(+359,5)	5.617,9	(+112,1)	6.006,3	(+388,4)	5.437,7	(+395,1)
Operaciones de subasta	1.913,8	(+139,9)	1.792,8	(-0,1)	2.054,9	(+262,1)	1.773,9	(+125,9)
OPF	0,4	(-0,0)	0,4	(+0,1)	0,3	(-0,1)	0,4	(-0,9)
OFPML a tres meses	0,5	(-0,4)	0,7	(-0,2)	0,3	(-0,4)	0,9	(-0,7)
Operaciones TLTRO II	9,7	(-12,8)	15,7	(+0,0)	2,6	(-13,1)	22,5	(-17,9)
Operaciones TLTRO III	1.876,5	(+152,3)	1.749,4	(-0,0)	2.024,8	(+275,4)	1.724,2	(+141,5)
Operaciones PELTRO	26,7	(+0,8)	26,6	(+0,0)	26,9	(+0,3)	25,9	(+3,9)
Carteras en firme	3.883,4	(+219,6)	3.825,1	(+112,2)	3.951,4	(+126,3)	3.663,8	(+269,2)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,6	(-0,2)	2,6	(-0,1)	2,5	(-0,1)	2,8	(-0,1)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	289,5	(+2,2)	289,3	(+1,5)	289,7	(+0,4)	287,3	(+1,5)
Programa para los mercados de valores	25,6	(-3,0)	27,1	(-1,5)	23,8	(-3,3)	28,6	(-4,5)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	28,7	(-1,0)	28,8	(-0,8)	28,7	(-0,1)	29,7	(+0,1)
Programa de compras de valores públicos	2.374,3	(+37,2)	2.366,1	(+20,9)	2.383,9	(+17,8)	2.337,1	(+53,9)
Programa de compras de bonos corporativos	263,4	(+13,5)	259,4	(+7,4)	268,1	(+8,7)	249,9	(+17,6)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	898,8	(+170,9)	851,3	(+84,8)	954,2	(+102,9)	727,9	(+200,6)
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: 27 de enero de 2021 a 27 de abril de 2021						Período de referencia anterior: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021	
	Primer y segundo período de mantenimiento	Primer período de mantenimiento: 27 de enero a 16 de marzo	Segundo período de mantenimiento: 17 de marzo a 27 de abril	Séptimo y octavo período de mantenimiento				
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	2.030,6	(+4,4)	2.008,7	(-26,4)	2.056,3	(+47,7)	2.026,3	(-18,2)
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	1.883,7	(+2,2)	1.862,2	(-27,3)	1.908,9	(+46,7)	1.881,5	(-20,1)
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	3.766,5	(+355,1)	3.609,3	(+138,5)	3.950,0	(+340,7)	3.411,4	(+413,4)

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 de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

## Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Período de referencia actual: 27 de enero de 2021 a 27 de abril de 2021						Período de referencia anterior: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021	
	Primer y segundo período de mantenimiento	Primer período de mantenimiento: 27 de enero a 16 de marzo	Segundo período de mantenimiento: 17 de marzo a 27 de abril	Séptimo y octavo período de mantenimiento				
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
Eonia <sup>1)</sup>	-0,480	(-0,005)	-0,478	(-0,001)	-0,481	(-0,003)	-0,475	(-0,006)
€STR	-0,565	(-0,005)	-0,563	(-0,001)	-0,567	(-0,003)	-0,560	(-0,006)

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

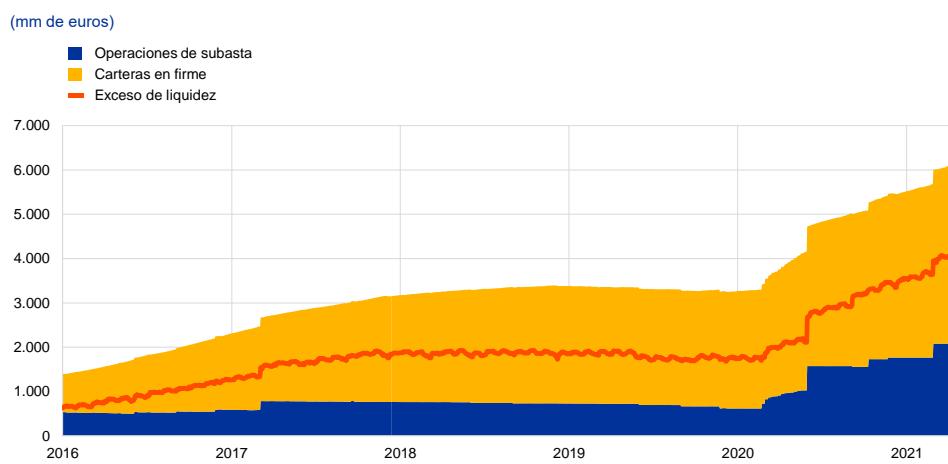
## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria aumentó, en promedio, en 359,5 mm de euros, hasta un importe de 5.797,2 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).**

Alrededor del 61 % 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 39 % restante se debió a operaciones de crédito, principalmente en relación con la adjudicación de la séptima operación de la serie TLTRO III en marzo de 2021.

## Gráfico A

Evolución de la liquidez proporcionada a través de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 27 de abril de 2021.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito aumentó en 139,9 mm de euros durante el período de referencia.** Este aumento se debió, sobre todo, a la liquidación de la séptima operación de la serie TLTRO III el 24 de marzo, que inyectó 330,5 mm de euros. Esta inyección de liquidez se vio compensada, en parte, por el vencimiento final de la serie TLTRO II, en el que se reembolsaron 9,7 mm de euros. La primera de las cuatro operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) adicionales, anunciada en diciembre de 2020 y liquidada el 25 de marzo de 2021, aportó otros 0,8 mm de euros de liquidez. Las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses siguen desempeñando un papel marginal, y el recurso medio a estas dos operaciones regulares de financiación se redujo en 0,4 mm de euros con respecto al período de referencia anterior, hasta un nuevo mínimo histórico de 0,9 mm de euros.

**Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron en 219,6 mm de euros, hasta situarse en 3.883,4 mm de euros, debido a las adquisiciones netas realizadas en el contexto del APP y del PEPP.** Las tenencias de valores en el marco del PEPP se incrementaron, en promedio, en 170,9 mm de euros con respecto a la media del período de referencia anterior y se situaron en 898,8 mm de euros. Las adquisiciones efectuadas en el marco de este programa supusieron el mayor aumento, con diferencia, de todos los programas de compras 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), en los que las tenencias registraron un alza, en promedio, de 37,2 mm de euros (hasta 2.374,3 mm de euros) y de 13,5 mm de euros (hasta 263,4 mm de euros), respectivamente.

## Exceso de liquidez

**El exceso medio de liquidez aumentó en 355,1 mm de euros, hasta un nuevo máximo histórico de 3.766,5 mm de euros (gráfico A).** El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas y el recurso a la facilidad de depósito neto de cualquier recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez proporcionada y las necesidades de liquidez. Los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas registraron un incremento de 282 mm de euros y se situaron en 3.132,3 mm de euros, mientras que el recurso a la facilidad de depósito creció, en promedio, 73 mm de euros, hasta un importe de 634,2 mm de euros.

**El exceso de reservas exento de la aplicación del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito en el marco del sistema de dos tramos<sup>1</sup> se incrementó en 14,9 mm de euros, hasta una cifra de 874,1 mm de euros, mientras que las reservas no exentas crecieron en 277,2 mm de euros, hasta alcanzar los 2.268,4 mm de euros.** El incremento del exceso de reservas exento obedece, en gran medida, a un aumento de 13 mm de euros del tramo exento (hasta un importe de 881,6 mm de euros) que en sí mismo es una función de las exigencias de reservas mínimas y del incremento de las mismas durante el período de referencia. El crecimiento de las reservas no exentas es atribuible al incremento general del exceso de liquidez, impulsado por las compras netas de activos y por el mayor recurso a las operaciones de crédito. La tasa de utilización agregada del tramo exento, es decir, la ratio entre las reservas exentas y el máximo que podría estar exento, aumentó marginalmente, desde el 98,9 % hasta el 99,1 %. El nivel persistentemente elevado de la tasa de utilización muestra que el exceso de liquidez sigue siendo generalizado, y la mayor parte de las entidades de crédito mantienen reservas muy por encima de las mínimas requeridas. La tasa de utilización permanece por encima del 98 % desde el tercer período de mantenimiento de 2020. En el período considerado, las reservas exentas supusieron el 23,3 % del exceso de liquidez total, frente al 25,2 % en el período de referencia anterior.

## Evolución de los tipos de interés

**Durante el período considerado, el €STR descendió ligeramente con respecto al período de referencia anterior.** El €STR se situó, en promedio, en –56,5 puntos básicos en el período analizado, y apenas varió en relación con la media de –56 puntos básicos registrada en el período de referencia anterior, dado que la magnitud del exceso de liquidez hace que el €STR sea relativamente inelástico incluso a las variaciones sustanciales de liquidez. Cabe señalar que, 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 —los tipos de interés de la facilidad de depósito, de la

<sup>1</sup> El sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de liquidez se explica en el [sitio web](#) del BCE.

OPF y de la facilidad marginal de crédito— no variaron durante el período de referencia.

## 4

# El impacto diferencial por sexos de la crisis del COVID-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro

Vasco Botelho y Pedro Neves

**En la zona del euro, según los datos disponibles hasta el cuarto trimestre de 2020, la crisis del coronavirus (COVID-19) provocó un descenso de la población activa, una caída del empleo y un aumento del paro, que han afectado de distinta manera a los hombres y las mujeres a lo largo del tiempo<sup>1</sup>.**

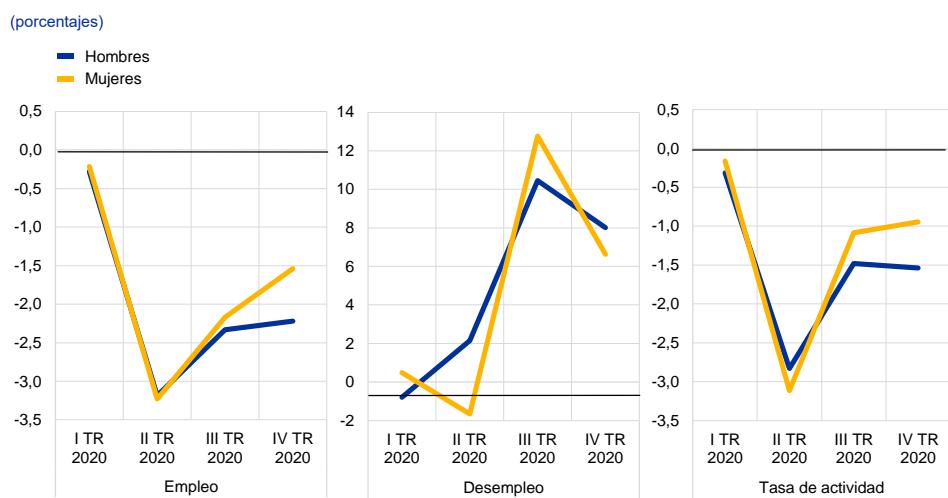
Entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020, el empleo se redujo en torno a 3,1 millones de trabajadores en la zona del euro (gráfico A). Según las estimaciones, alrededor de 1,9 millones de estos trabajadores son hombres y 1,2 millones, aproximadamente, mujeres, lo que implica un descenso total del empleo del 2,2 % para el primer colectivo y del 1,5 % para el segundo en ese período<sup>2</sup>. El paro aumentó en 0,9 millones (495.000 hombres y 388.000 mujeres) en el mismo período. En total, el paro masculino creció un 8 % y el femenino un 6,6 % entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020. El aumento porcentual del desempleo durante dicho período alcanzó un máximo en el tercer trimestre de 2020 y se situó en el 10,5 % en el caso de los hombres y en el 12,8 % en el de las mujeres. Posteriormente, en el cuarto trimestre de 2020, el número de mujeres desempleadas disminuyó más que el de varones. La fuerte caída del empleo no fue acompañada de un incremento equivalente del paro en ninguno de los dos sexos, dado que 2,2 millones de personas (1,4 millones de hombres y 0,8 millones de mujeres) pasaron a la categoría de inactivos entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo período de 2020. Si bien la tasa de actividad de las mujeres se vio más afectada durante la primera ola de la pandemia, hasta el segundo trimestre de 2020, durante la segunda mitad del año se recuperó con más rapidez.

<sup>1</sup> Las cifras agregadas de empleo y del total de horas trabajadas se basan en datos de Eurostat sobre las cuentas nacionales, mientras que la información sobre el paro y la composición por sexos del empleo y de las horas trabajadas se extraen de la encuesta trimestral de población activa de la UE de Eurostat. Se establece una correspondencia a nivel sectorial y agregado entre la información sobre los efectos en el empleo y las horas trabajadas por hombres y mujeres procedente de la encuesta de población activa y los datos de las cuentas nacionales. Implícitamente se supone que la distribución por sexos en la zona del euro calculada utilizando la encuesta de población activa también es aproximadamente la misma que en los datos de las cuentas nacionales. Los términos «horas de trabajo habituales» y «horas de trabajo por contrato» se utilizan indistintamente en este recuadro.

<sup>2</sup> Hasta el tercer trimestre de 2020, el descenso del empleo en hombres y mujeres fue prácticamente igual y se situó en torno al 2,3 % para los primeros y el 2,2 % para las segundas en términos acumulados desde el cuarto trimestre de 2019.

## Gráfico A

Variación del empleo, del desempleo y de la tasa de actividad de los hombres y las mujeres en la zona del euro durante la crisis del COVID-19



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la variación porcentual del número de trabajadores empleados y desempleados entre el cuarto trimestre de 2019 y cada trimestre de 2020. La variación de la tasa de actividad se calcula de forma análoga. La población activa se calcula como la suma del número de trabajadores empleados y desempleados.

**La tasa de desempleo de las mujeres es mayor que la de los hombres, pero existe cierta incertidumbre sobre el tamaño de la brecha de género en estas tasas (gráfico B).** La tasa de paro femenino es superior a la de los hombres y en el cuarto trimestre de 2020 se situó en el 8,3 %, frente al 7,7 % correspondiente al desempleo masculino. Esta evolución no constituye una novedad: en el cuarto trimestre de 2019, antes de que estallase la crisis del COVID-19, la tasa de desempleo se situaba en el 7,7 % para las mujeres y en el 7,1 % para los hombres. Por tanto, la brecha de género en la tasa de paro fue de 0,6 puntos porcentuales en el cuarto trimestre de 2019 y de 0,5 puntos porcentuales en el mismo trimestre de 2020<sup>3</sup>. Esta brecha se redujo en el segundo trimestre de 2020 y volvió a aumentar en el tercero, pero existe cierta incertidumbre sobre su trayectoria posterior. Esta incertidumbre tiene su origen en el uso de distintos indicadores estadísticos obtenidos de la encuesta de población activa de la UE (concretamente, las series temporales mensuales frente a las trimestrales) y de la reclasificación estadística que se está realizando de los trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo<sup>4</sup>. Según Eurostat, las series trimestrales son más robustas, pero, actualmente, las series mensuales están disponibles con mayor frecuencia y rapidez. De acuerdo con la serie mensual, la brecha de desempleo entre hombres y mujeres se mantuvo prácticamente sin variación en el cuarto trimestre de 2020, y la tasa de paro femenino se situó 1 punto porcentual por encima de la de los hombres. En cambio, la serie trimestral sugiere que esta brecha

<sup>3</sup> Más concretamente, la brecha de género en la tasa de paro fue de 0,53 puntos porcentuales en el cuarto trimestre de 2020 porque la tasa de desempleo calculada con dos decimales se situó en el 8,25 % para las mujeres y en el 7,72 % para los hombres.

<sup>4</sup> La crisis del COVID-19 ha provocado cambios importantes en la tasa de actividad; los indicadores mensuales del mercado de trabajo por sexos no reflejan por completo estos cambios y se revisan *ex post*. La incertidumbre sobre el tamaño de la brecha de género en la tasa de desempleo con origen en la frecuencia del conjunto de datos es temporal y se espera que esta cuestión se aborde en un futuro próximo con la aplicación de la metodología de las estadísticas sociales europeas integradas.

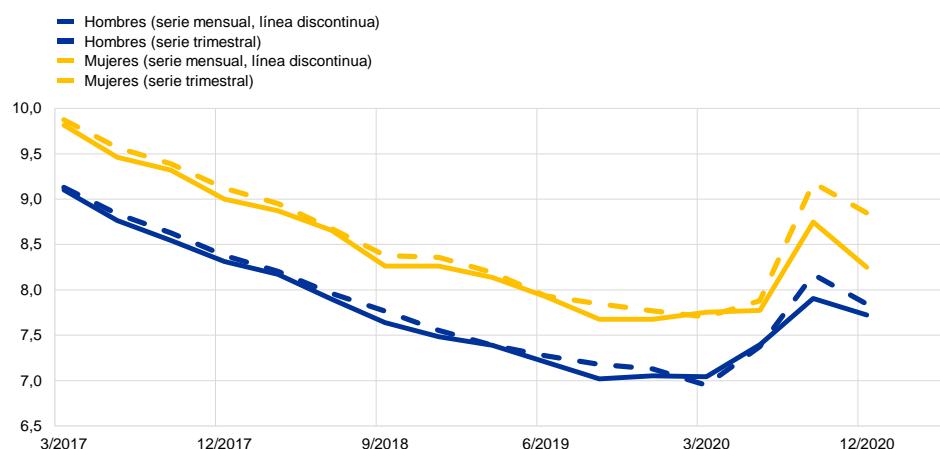
se redujo en el cuarto trimestre de 2020, y que la tasa de desempleo femenino fue 0,5 puntos porcentuales superior a la correspondiente al paro masculino.

### Gráfico B

#### Brecha de género en la tasa de paro – estadísticas trimestrales frente a estadísticas mensuales

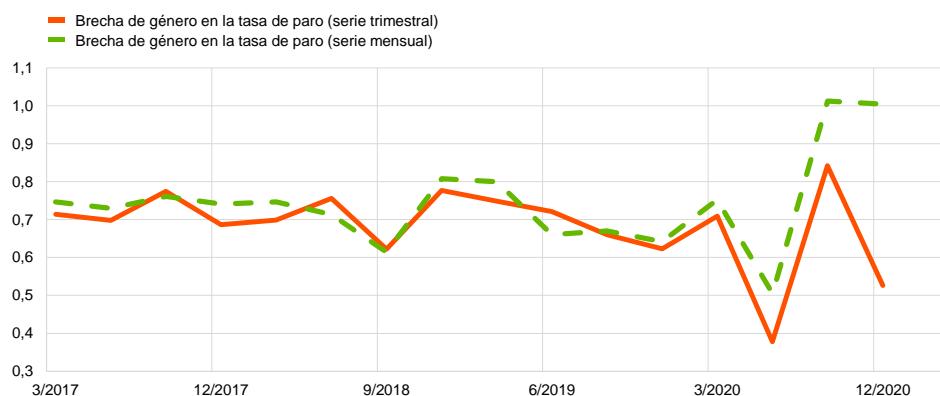
##### a) Tasa de paro

(porcentajes)



##### b) Brecha de género en la tasa de paro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Notas: Los datos con frecuencias temporales diferentes ofrecen una imagen distinta de la brecha existente en las tasas de paro de los hombres y de las mujeres. El aumento de la volatilidad en los mercados de trabajo durante la pandemia, que puede atribuirse al número de personas que dejaron de formar parte de la población activa y al amplio uso de los programas de mantenimiento del empleo, puede afectar a estas brechas de paro. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2021 (serie mensual) y al cuarto trimestre de 2020 (serie trimestral).

**La evidencia preliminar sugiere que tanto los hombres como las mujeres se beneficiaron considerablemente del uso generalizado de los programas de mantenimiento del empleo.** El número de trabajadores que mencionan la suspensión temporal de empleo como motivo para no estar trabajando en una semana determinada es similar, a grandes rasgos, en los dos性os, con las mujeres representando el 49,4 % de los trabajadores de los Estados miembros de la UE que estaban en esta situación en el cuarto trimestre de 2020. Este indicador puede considerarse una aproximación (*proxy*) del número de trabajadores acogidos

a programas de mantenimiento del empleo que trabajan cero horas<sup>5</sup>. El recurso generalizado a estos programas ha respaldado ampliamente el empleo y ha protegido los puestos de trabajo durante la pandemia. Las suspensiones temporales de empleo registraron un máximo del 38,9 % del número total de personas que no trabajaron en el segundo trimestre de 2020 y se estabilizaron en el 14,1 % en el cuarto<sup>6</sup>. Asimismo, el porcentaje de mujeres entre los trabajadores en suspensión temporal de empleo se incrementó y pasó de registrar una media del 34,7 % entre 2006 y 2009 a situarse en el 45,7 % en el primer trimestre de 2020, antes de volver a aumentar hasta el 49,4 % alcanzado en el cuarto trimestre del mismo año<sup>7</sup>.

**El análisis del total de horas trabajadas puede aportar información sobre los distintos factores que afectaron a la evolución por sexos del mercado de trabajo durante la crisis del COVID-19.** Entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020, el total de horas trabajadas disminuyó un 6,4 %. Los hombres representaron 4,4 puntos porcentuales de este descenso y las mujeres 2 puntos porcentuales. En el caso de los varones, la caída del empleo contribuyó con 1,3 puntos porcentuales al descenso del total de horas trabajadas, y la reducción de la duración media de la jornada de trabajo fue la causa de los 3,1 puntos porcentuales restantes. En el de las mujeres, la contribución de estos factores fue de 0,6 puntos porcentuales y 1,4 puntos porcentuales, respectivamente. El fuerte retroceso de la duración media de la jornada de trabajo para ambos sexos puede analizarse con más detalle desglosando las variaciones en las horas de trabajo habituales (interpretables como horas de trabajo según contrato) y las horas de trabajo efectivas<sup>8</sup>. Por consiguiente, la brecha entre las horas de trabajo efectivas y las horas de trabajo por contrato puede aportar información adicional sobre factores *ad hoc* que motivaron el descenso en el total de horas de trabajo de hombres y mujeres durante la pandemia de COVID-19.

**Una tercera parte del descenso de las horas medias trabajadas por los hombres es atribuible a disminución de las horas de trabajo según contrato, mientras que las horas de trabajo por contrato de las mujeres apenas variaron**

<sup>5</sup> Véase A. L. Gómez y J. M. Montero, «[El impacto del confinamiento sobre el mercado de trabajo del área del euro durante la primera mitad de 2020](#)», *Boletín Económico*, número 4, Banco de España, 2020. Para un análisis exhaustivo del impacto y del uso generalizado de los programas 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.

<sup>6</sup> La crisis del COVID-19 aumentó considerablemente el número de suspensiones temporales de empleo en la UE. Entre 2006 y 2019, estas suspensiones representaron solo el 2,7 % de la media total de personas que no estaban trabajando.

<sup>7</sup> En Alemania, la Agencia Federal de Empleo proporciona un desglose por sexos del número de trabajadores acogidos a programas de regulación temporal de empleo (*Kurzarbeit*). Estos datos están disponibles hasta octubre de 2020 y confirman que tanto los hombres como las mujeres se vieron respaldados en gran medida por programas de mantenimiento del empleo en el país. Con todo, también sugieren que la probabilidad de estar acogido a estos programas es mayor entre los hombres que entre las mujeres, y la proporción de trabajadoras participantes en estos programas registró un máximo del 46,1 % en marzo de 2020 y después disminuyó progresivamente hasta el 37,4 % en octubre del mismo año. Por tanto, es posible que exista cierta heterogeneidad entre países en el impacto por sexos de los programas de mantenimiento del empleo.

<sup>8</sup> Las horas de trabajo efectivas incluyen: i) las horas de trabajo por contrato y, ii) las horas extraordinarias remuneradas y no remuneradas, además de las horas de trabajo en otros empleos. Estas horas de trabajo efectivas excluyen días festivos, vacaciones, bajas por enfermedad, lesión o incapacidad temporal, baja por maternidad, baja parental, estudios o formación, paro parcial por razones técnicas o económicas, huelgas o conflictos laborales, suspensiones por malas condiciones meteorológicas y ausencias por compensación de tiempo trabajado.

**(gráfico C).** El retroceso de las horas de trabajo según contrato de los hombres contribuyó con 1,2 puntos porcentuales a la caída del total de horas trabajadas entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020, mientras que las horas de trabajo por contrato de las mujeres se mantuvieron prácticamente inalteradas en el mismo período<sup>9</sup>. Las variaciones en las horas de trabajo por contrato obedecen principalmente a efectos composición, que difieren entre sexos. Los datos preliminares de la encuesta trimestral de población activa de la UE sugieren que el empleo a tiempo parcial y el número de empleados con contrato indefinido experimentaron un descenso más acusado entre las mujeres que entre los hombres. Por el contrario, en el caso de los varones se observaron caídas más pronunciadas en el empleo a tiempo completo y con contrato temporal, así como un incremento mayor del empleo a tiempo parcial masculino. La práctica ausencia de variaciones en las horas de trabajo por contrato de las mujeres está relacionada con efectos composición, como el descenso del empleo a tiempo parcial, que les ha afectado más que a los hombres<sup>10</sup>. Dado que los empleados a tiempo parcial trabajan menos horas que los empleados a tiempo completo, se produjo un efecto composición que eleva el número de horas de trabajo por contrato. En cambio, la disminución de las horas de trabajo por contrato de los hombres se debió a la caída relativamente más acusada del número de trabajadores a tiempo completo y al aumento del número de empleados a tiempo parcial<sup>11</sup>.

---

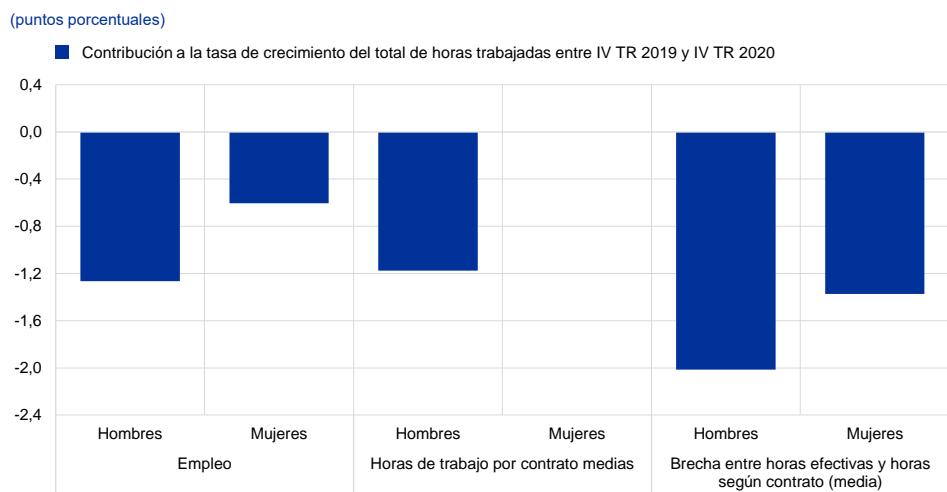
<sup>9</sup> Entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo período de 2020, la media de horas de trabajo habituales (según contrato) de las mujeres no varió y se mantuvo en 32,9 horas por semana.

<sup>10</sup> Los descensos del empleo a tiempo parcial de los hombres y las mujeres durante la crisis del COVID-19 se corresponden, en términos generales, con la composición por sexos del empleo a tiempo parcial en el cuarto trimestre de 2019.

<sup>11</sup> Aunque en mucho menor grado, la reducción del número de hombres que trabajan por cuenta propia también contribuyó al retroceso de las horas de trabajo por contrato. Los autónomos representan alrededor del 14 % del empleo total y el 18,5 % del total de horas trabajadas. A partir de esta información, puede afirmarse que los autónomos trabajan, en promedio, más horas que los asalariados. El trabajo por cuenta propia representa en torno al 17 % del empleo total de los hombres y el 10 %, aproximadamente, en el caso de las mujeres. Pese a la reducida proporción que supone el trabajo autónomo en el empleo total de ambos sexos, la pérdida de empleo de varones que trabajan por cuenta propia puede ser importante para el descenso de las horas de trabajo por contrato, dado que: i) los autónomos trabajan, en promedio, más horas que los asalariados, y ii) los trabajadores hombres por cuenta propia trabajan, en media, más horas que las mujeres trabajadoras por cuenta propia, lo que hace que el efecto composición sea más acusado para los primeros. Para más detalles, véase «[Hours of work – annual statistics](#)», Eurostat, mayo de 2020.

### Gráfico C

#### Contribución del empleo, de las horas de trabajo por contrato y de las horas de trabajo efectivas a las variaciones del total de horas de trabajo



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Nota: La contribución del empleo, de las horas de trabajo por contrato y de la brecha entre horas de trabajo efectivas y por contrato se refiere al período comprendido entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020.

**La brecha entre las horas de trabajo efectivas y las horas de trabajo por contrato contribuye de forma desproporcionada a la caída en el total de horas trabajadas por ambos sexos, lo que proporciona cierta información sobre las decisiones de participación laboral que adoptan los hogares.** Alrededor de dos tercios del descenso de las horas medias de trabajo de los hombres y la totalidad de este descenso en el caso de las mujeres son atribuibles a la diferencia entre las horas de trabajo efectivas y las horas de trabajo por contrato entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo período de 2020. Las variaciones de esta diferencia para los hombres contribuyeron con 2 puntos porcentuales y para las mujeres con 1,4 puntos porcentuales a la caída del total de las horas de trabajo<sup>12</sup>. Los programas de mantenimiento del empleo incentivarón la retención de trabajadores y permitieron introducir flexibilidad mediante ajustes de las horas trabajadas, lo que amplió la brecha entre las horas de trabajo efectivas y las horas de trabajo por

<sup>12</sup> Estas contribuciones en puntos porcentuales tienen en cuenta efectos base por sexos, concretamente el hecho de que las mujeres representan alrededor del 40 % del total de horas trabajadas en la zona del euro. Para comprobar la robustez, se volvió a realizar el mismo ejercicio utilizando un enfoque de «abajo arriba» (*bottom-up*) que establece una correspondencia de la tasa de crecimiento del empleo y las horas trabajadas entre la encuesta de población activa de la UE y los datos de las cuentas nacionales a nivel sectorial. Resulta llamativo que las diferencias entre hombres y mujeres en la contribución del empleo y de las horas medias de trabajo sean menores en estos cálculos alternativos. En este caso, las contribuciones de ambos sexos al descenso del total de horas de trabajo fueron las siguientes: i) contribución del empleo, -1 punto porcentual (hombres) y -0,9 puntos porcentuales (mujeres), y ii) contribución de las horas medias de trabajo, -2,7 puntos porcentuales (hombres) y -1,9 puntos porcentuales (mujeres). Esto afectaría a la contribución cuantitativa de las variaciones de la brecha entre las horas de trabajo efectivas y las horas de trabajo por contrato, que se reduciría en el caso de los varones y aumentaría para las mujeres. Por tanto, la incorporación de los efectos de composición sectorial permitiría cualificar mejor el impacto diferencial por sexos de la crisis del COVID-19 en el mercado de trabajo.

contrato, tanto en el caso de los hombres como en el de las mujeres<sup>13</sup>. Esto sugiere que los descensos desproporcionados de las horas medias de trabajo también se deben, en parte, a reducciones parciales *ad hoc* de la jornada laboral de los asalariados, que puede afectar más a las mujeres que a los hombres<sup>14</sup>. Este resultado también puede aportar información sobre las decisiones de participación laboral que adoptan los hogares. Se puede consultar información más detallada en Fuchs-Schündeln *et al.*<sup>15</sup>, donde se muestra que la mayor necesidad de cuidar a los niños en casa tras el cierre de las escuelas y guarderías en respuesta a la pandemia de COVID-19 podría afectar hasta al 35 % de la población activa (y hasta el 12 % de las horas de trabajo por contrato) en Europa.

**El descenso del total de las horas de trabajo estuvo vinculado a una evolución sectorial heterogénea entre hombres y mujeres (gráfico D)<sup>16</sup>.** Ambos sexos se vieron afectados de manera significativa por la pandemia si se consideran las variaciones del total de horas de trabajo entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo período de 2020 en los distintos sectores. La pandemia tuvo efectos relativamente más intensos para los hombres empleados en los sectores de comercio, transporte y servicios profesionales, si se comparan con la proporción del total de horas trabajadas por los varones en cada sector en el cuarto trimestre de 2019. En cambio, las contribuciones a la caída en el total de horas de trabajo fueron comparativamente mayores en el caso de las mujeres empleadas en los sectores de hostelería, actividades administrativas y auxiliares, y servicios recreativos y personales. En la mayoría de los sectores, la disminución del total de horas de trabajo fue consecuencia de la reducción del empleo y de las horas medias de trabajo. Las pérdidas de empleo entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo período de 2020 se concentraron, principalmente, en el comercio al por mayor y al por menor y en el transporte en el caso de los hombres, y en los servicios recreativos y personales en el de las mujeres. En cambio, las mejoras de empleo en la Administración Pública y en la educación beneficiaron más a las mujeres empleadas en dichos sectores. La caída de las horas medias de trabajo complementó la asimetría sectorial y la heterogeneidad por género dentro de un mismo sector en los descensos observados en el empleo, y representó la mayor parte de la disminución del total de horas trabajadas.

<sup>13</sup> La retención de trabajadores es la parte del factor trabajo que una empresa no utiliza plenamente durante su proceso productivo en un momento dado, y podría ayudar a las empresas a evitar nuevas contrataciones y costes de formación cuando las condiciones económicas mejoran después de una recesión.

<sup>14</sup> La contribución de la brecha entre las horas medias de trabajo efectivas y las horas de trabajo por contrato de los hombres a la caída en el total de horas de trabajo también se ve afectada por el incremento más acusado del empleo a tiempo parcial en el caso de los hombres entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020.

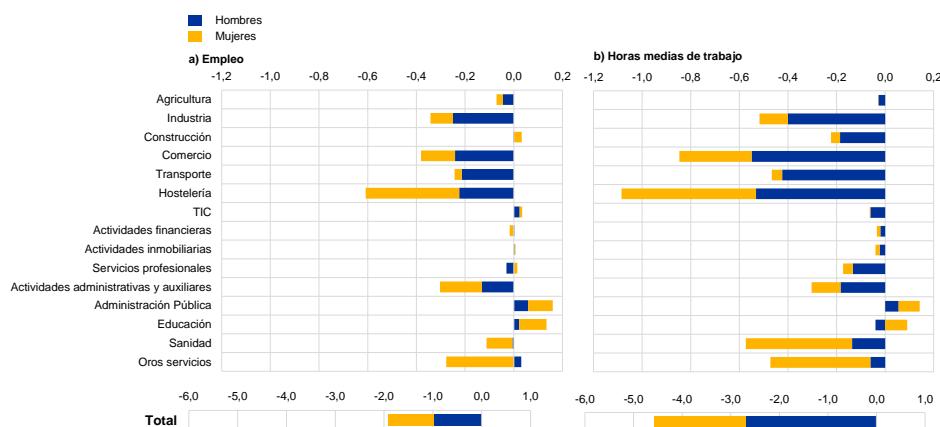
<sup>15</sup> N. Fuchs-Schündeln, M. Kuhn y M. Tertilt, «[The short-run macro implications of school and child-care closures](#)», *IZA Discussion Paper Series*, n.º 13353, IZA Institute of Labor Economics, Bonn, junio de 2020.

<sup>16</sup> Los efectos desglosados por sectores y por sexos de la crisis del COVID-19 en el empleo y en las horas medias trabajadas documentados en el gráfico D se han elaborado utilizando el enfoque *bottom-up* descrito anteriormente.

## Gráfico D

### Contribuciones sectoriales al crecimiento del empleo y de las horas medias de trabajo por sexos

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Notas: La contribución de cada sector a la variación del empleo y a las horas medias de trabajo se refiere al período comprendido entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020. Estas contribuciones se han elaborado siguiendo el enfoque *bottom-up* descrito anteriormente, que establece una correspondencia entre la composición por sectores y por sexos de la encuesta de población activa de la UE y la composición sectorial del empleo y de las horas trabajadas obtenida de los datos de las cuentas nacionales. «Otros servicios» engloba los sectores de servicios recreativos y personales.

**En resumen, en este recuadro se documenta el impacto de la crisis del COVID-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro a partir de los datos disponibles hasta el cuarto trimestre de 2020, y se pone de relieve que afectó de manera significativa tanto a los hombres como a las mujeres.** Durante la crisis del COVID-19, en términos absolutos, más hombres que mujeres perdieron su trabajo y pasaron a estar inactivos, mientras que los programas de mantenimiento del empleo parecen haber protegido ampliamente el empleo y haber beneficiado de forma notable a los trabajadores de ambos sexos. El descenso de las horas medias de trabajo fue algo más pronunciado en los varones que en las mujeres, pero los factores determinantes de este descenso son diferentes en cada caso. En el caso de los primeros, el descenso de las horas medias de trabajo se debió, en parte, a la disminución de las horas de trabajo por contrato, mientras que las reducciones *ad hoc* de las horas de trabajo —que aumentan la brecha entre las horas de trabajo efectivas y las horas de trabajo por contrato— contribuyeron a reducir las horas medias de trabajo tanto para los hombres como para las mujeres. Esta evolución puede atribuirse al impacto sectorial asimétrico de la crisis del COVID-19<sup>17</sup>. Los efectos documentados en este recuadro solo se refieren al impacto agregado en el empleo, el paro, la tasa de actividad y las horas de trabajo por sexos, y no tienen en cuenta las pérdidas de bienestar que sufren los trabajadores cuando otro miembro de su hogar pierde el empleo. Asimismo, en Bluedorn *et al.*<sup>18</sup> se argumenta que la

<sup>17</sup> Para más información al respecto, véase el recuadro titulado «Evolución de los datos de alta frecuencia en el mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, 2020, que ofrece una valoración preliminar de la heterogeneidad sectorial de la crisis del COVID-19 en el mercado de trabajo desde una perspectiva de datos de alta frecuencia. Para un análisis detallado del impacto del COVID-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro, incluido el uso generalizado de los programas 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.

<sup>18</sup> J. Bluedorn, F. Caselli, N.-J. Hansen y M. Mendes Tavares, «Gender and Employment in the COVID-19 Recession: Evidence on 'She-cessions'», *IMF Working Paper Series*, n.º 2021/095, marzo de 2021.

magnitud y la persistencia de una respuesta del empleo diferente para las mujeres durante la crisis del COVID-19 varían significativamente entre países y que las diferencias de género en el empleo suelen ser transitorias.

## 5

# Evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19

Moreno Roma

**La evolución agregada de los precios de la vivienda en la zona del euro ha seguido siendo vigorosa durante la pandemia de coronavirus (COVID-19).**

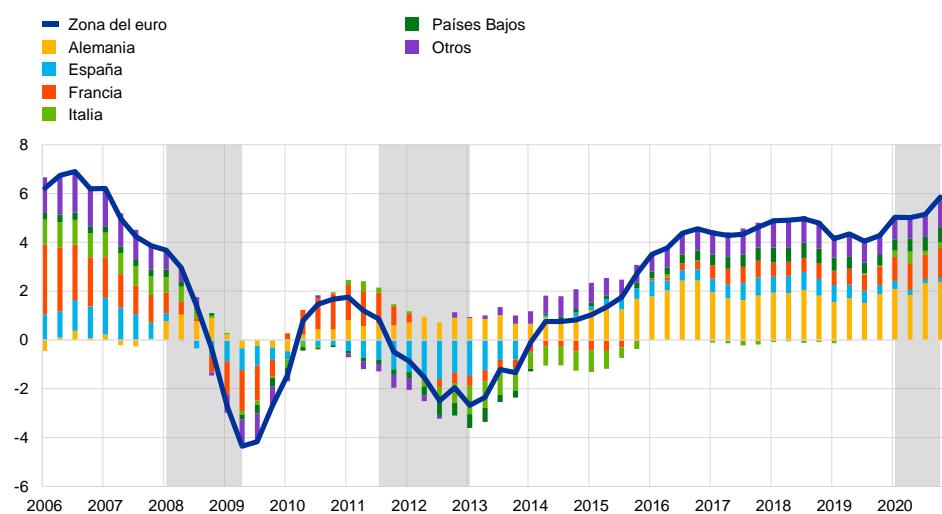
Estos precios aumentaron desde el 4,3 % observado a finales de 2019 hasta el 5,8 % en el último trimestre de 2020, la tasa de crecimiento más elevada desde mediados de 2007. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro y su relación con las condiciones macroeconómicas desde distintas perspectivas (por países, tipología de vivienda y ubicación).

**La pandemia es diferente de crisis anteriores.** La crisis financiera global de 2008 se originó en el mercado de la vivienda estadounidense, y la crisis de deuda soberana que comenzó en 2010 tuvo consecuencias adversas para las condiciones de financiación en varios países de la zona del euro. En ambos casos, los precios de la vivienda de la zona registraron un descenso relativamente rápido (áreas sombreadas del gráfico A). La crisis del COVID-19 afectó a los hogares en un momento de fortaleza relativa de las rentas y del empleo, y, aunque el crecimiento se contrajo de forma acusada, estos precios resistieron e incluso han aumentado desde el inicio de la pandemia.

## Gráfico A

Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y contribuciones por países

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE, cálculos propios y Eurostat.

Notas: Las zonas sombreadas señalan períodos de recesión en la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020.

**Una primera perspectiva para analizar la evolución agregada de los precios de la vivienda en la zona del euro consiste en considerar las contribuciones subyacentes por países.**

La capacidad de resistencia observada en los precios de la vivienda en 2020 fue generalizada y todas las grandes economías de la zona del euro contribuyeron positivamente a la subida interanual de estos precios en la zona. Alrededor del 73 % del incremento total registrado en el último trimestre de 2020 correspondió a Alemania, Francia y Países Bajos (gráfico A), por encima de su peso en el índice general de precios de la vivienda. En el caso de Alemania, su contribución a los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro comenzó a ser positiva a mediados de 2010, también como reflejo de una cierta convergencia tras un período de evolución moderada de los precios de la vivienda.

**La capacidad de resistencia de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro refleja una combinación de factores.** En primer lugar, el impacto negativo de la perturbación generada por el COVID-19 se asocia a una caída pronunciada del volumen de transacciones de viviendas en el segundo trimestre de 2020 debido a las medidas de confinamiento<sup>1</sup>. Este cambio continuó observándose, hasta cierto punto, en el tercer trimestre de 2020 y, en general, implicó un ajuste en términos de cantidad más que de precios. En segundo lugar, las moratorias de los reembolsos de préstamos y los programas de mantenimiento del empleo amortiguaron, en cierta medida, la disminución de la renta de los hogares y el aumento del desempleo. En tercer lugar, los préstamos para adquisición de vivienda siguieron creciendo en 2020 y las condiciones de financiación se mantuvieron favorables, ya que el tipo de interés sintético de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se situó en un mínimo histórico —el 1,3 %— al final del año. Además, puede que el período de ahorro forzoso relacionado con la pandemia haya aliviado las restricciones de liquidez de algunos hogares, sobre todo en países en los que es necesario realizar un pago inicial elevado. Por último, en un entorno de considerable incertidumbre económica y de baja rentabilidad, los inversores privados e institucionales han contribuido a la demanda de viviendas por motivos de inversión.

**En la segunda perspectiva para analizar la evolución agregada de los precios de la vivienda en la zona del euro se establece una distinción entre los precios de la vivienda nueva y usada.** En un mercado residencial pujante cabría esperar que los precios de las viviendas de segunda mano aumentaran más que los de las de nueva construcción, ya que parte de la demanda puede redirigirse hacia el stock existente para compensar la escasa oferta de vivienda nueva. De hecho, los precios de la vivienda de segunda mano han sido especialmente dinámicos durante la pandemia y, debido a su elevado peso en los índices de precios de la vivienda, han contribuido de forma significativa a los aumentos de los precios de los inmuebles residenciales (gráfico B)<sup>2</sup>. Según datos de Eurostat, durante 2020, los precios de la

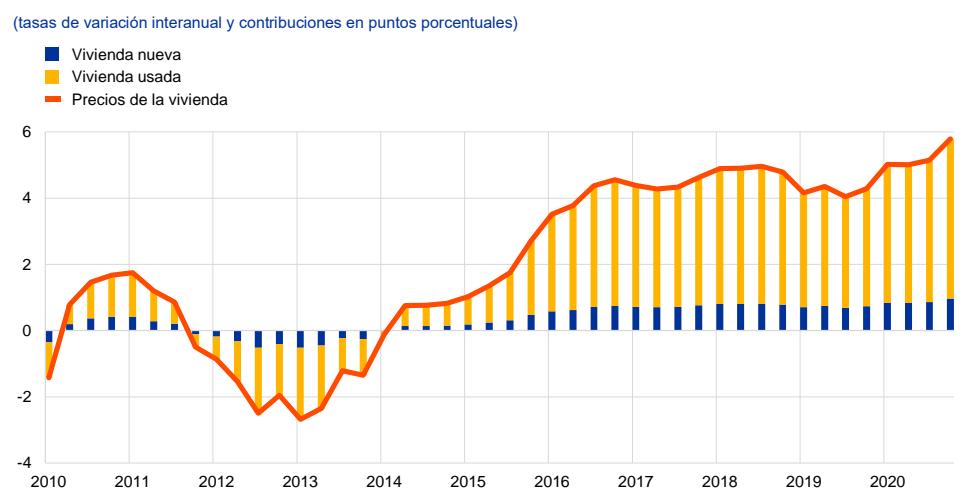
<sup>1</sup> La disponibilidad de datos sobre transacciones de viviendas se limita a una selección de países de la zona del euro (Eurostat y fuentes nacionales) y no incluye el agregado de la zona. Con todo, en general, los datos disponibles apuntan a descensos acusados de la tasa de variación interanual del volumen de transacciones en el segundo trimestre de 2020 (desde caídas superiores al 40 % en España e Irlanda hasta un incremento próximo al 7 % en los Países Bajos), seguidos de una normalización progresiva en el tercer trimestre del mismo año.

<sup>2</sup> El peso de la vivienda usada en la zona del euro es de alrededor del 83 %.

vivienda usada en la zona del euro subieron 0,8 puntos porcentuales más, en términos interanuales, que los de la vivienda nueva.

### Gráfico B

#### Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y contribuciones por tipología de vivienda



Fuentes: BCE, cálculos propios y Eurostat.

Notas: Las ponderaciones de las viviendas nuevas y usadas en la zona del euro son una media ponderada de los pesos por países basados en ponderaciones del PIB. En cuanto a Grecia, las ponderaciones de vivienda nueva y usada se han aproximado utilizando la media de la zona del euro, excluida Grecia. Los precios de la vivienda en la zona del euro se refieren al índice de precios de inmuebles residenciales del BCE. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020.

La evolución de los precios de la vivienda varió considerablemente de unos países de la zona de la zona del euro a otros, pero aquellos en los que esta evolución fue vigorosa (como Alemania, Francia e Italia) se asociaron, en general, a mayores subidas de los precios de la vivienda usada. Esto podría sugerir que la contracción de la inversión residencial observada en la zona del euro en 2020 (superior al 5 % en términos interanuales) puede haber lastrado la oferta de vivienda de nueva construcción, generando presiones adicionales al alza sobre los precios de la de segunda mano. La concesión de menos visados de obra nueva durante 2020 podría hacer que este fenómeno se prolongue, lo que contribuiría a sostener los precios de la vivienda.

**La evolución agregada de los precios de la vivienda se puede analizar desde una tercera perspectiva que compara la evolución observada en las capitales con la del resto del país<sup>3</sup>.** La distinta evolución de los precios de la vivienda a escala regional podría estar justificada por variables fundamentales, como las diferencias regionales en términos de renta, empleo, dinámicas demográficas y servicios comunitarios, pero también podría señalar una sobrevaloración de estos precios en determinadas áreas<sup>4</sup>. La reciente capacidad de resistencia del mercado

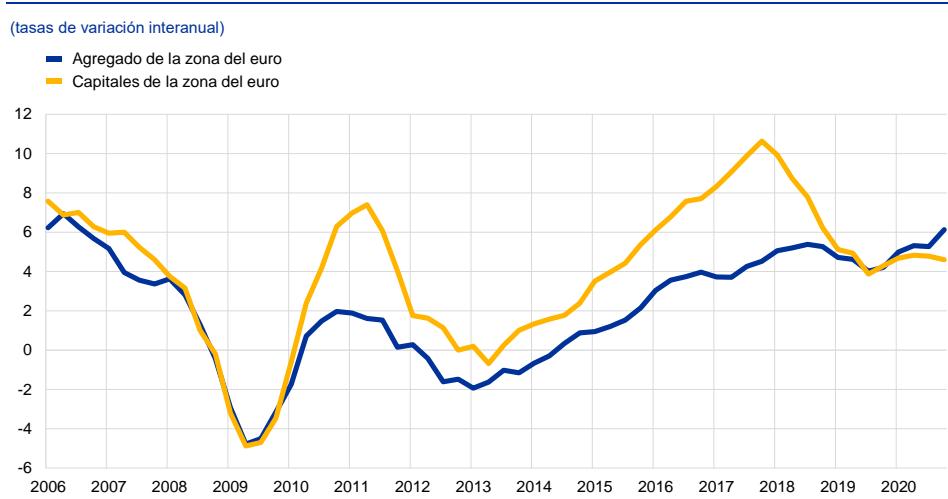
<sup>3</sup> Los precios de la vivienda en la zona del euro pueden descomponerse en la evolución comparada de una selección de capitales de la zona del euro y la de un agregado sintético de la zona del euro. Este agregado incluye países de la zona para los que se dispone de datos sobre los precios de la vivienda en las capitales, y representa alrededor del 95 % de la zona del euro (véanse las notas del gráfico C). La evolución de los índices oficiales y sintéticos de precios de la vivienda en la zona del euro es comparable, en términos generales.

<sup>4</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «[Residential real estate prices in capital cities: a review of trends](#)», *Financial Stability Review*, mayo, BCE, 2017.

de la vivienda parece ser generalizada y no exclusiva de las capitales (gráfico C). Según estimaciones del BCE, durante 2020, los precios de la vivienda en una selección de capitales de la zona del euro aumentaron 0,7 puntos porcentuales menos, en términos interanuales, que en el agregado de la zona. Ello puede deberse a cierta desaceleración natural de la dinámica de estos precios, dadas las fuertes subidas registradas en las capitales en años anteriores, y a que los altos niveles que alcanzaron los precios en algunas jurisdicciones desencadenaron ciertos efectos secundarios sobre los precios o cambios en la demanda a favor de zonas situadas fuera de las capitales. El incremento de los precios de la vivienda fuera de las capitales también puede reflejar un cambio de preferencia relacionado con las mayores posibilidades de teletrabajo. La cuestión de si, y en qué medida, ese cambio hacia ubicaciones menos céntricas es permanente, y hasta qué punto, deberá confirmarse con evidencia adicional cuando la pandemia termine.

### Gráfico C

Precios de los inmuebles residenciales para un agregado sintético de la zona del euro y una selección de capitales de la zona



Fuentes: BCE, cálculos propios, Eurostat y fuentes nacionales. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020.  
 Notas: La serie del agregado sintético de la zona del euro es una media ponderada basada en las ponderaciones del PIB de 2019. El agregado incluye Bélgica, Alemania, Estonia, Irlanda, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Eslovenia y Finlandia. La agregación correspondiente al cuarto trimestre de 2020 no incluye Bélgica ni Eslovenia.

**En conjunto, el análisis de la evolución reciente de los precios de la vivienda desde distintas perspectivas apunta a un crecimiento sólido y generalizado en las distintas jurisdicciones, tipologías de vivienda y ubicaciones.** La dinámica de los precios de la vivienda continúa dependiendo mucho de la senda de recuperación de la economía en un entorno caracterizado por unas condiciones de financiación favorables, por un lado, y por las incertidumbres relacionadas con la pandemia, por otro.

## 6

# La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro

Maria Grazia Attinasi, Roberta De Stefani, Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Gerrit Koester, Alexandros Melemenidis y Máté Tóth

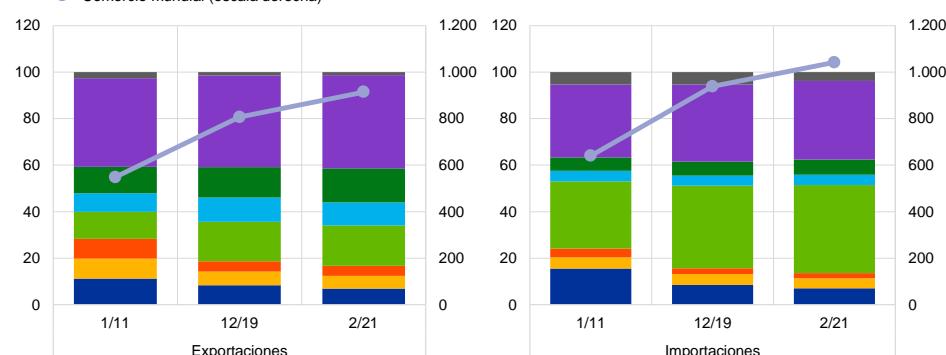
**La demanda de semiconductores ha experimentado un fuerte aumento recientemente.** Los ingresos obtenidos de las ventas mundiales de estos componentes casi se han duplicado a lo largo de la última década, y las economías asiáticas han consolidado su posición dominante en este ámbito (gráfico A). Si se consideran las importaciones, la cuota de importaciones chinas de semiconductores parece estar creciendo con respecto a la de la UE y la de Estados Unidos. Al inicio de la pandemia de COVID-19, las ventas de semiconductores a la industria automovilística se desplomaron a escala global durante el segundo trimestre de 2020, pero esta caída se vio compensada con creces por una intensa demanda de estos componentes para equipos informáticos y electrónicos. Cuando la recuperación mundial se afianzó, los volúmenes de producción de semiconductores no fueron suficientes para atender el acusado incremento de la demanda del sector automovilístico. Además, diversos acontecimientos adversos, como incendios y sequías que afectaron a grandes plantas de producción, agravaron la escasez de semiconductores en todo el mundo.

### Gráfico A

#### Comercio mundial de semiconductores por regiones

(parte izquierda: cuota porcentual; parte derecha: mm de dólares estadounidenses)

- UE-28
- Estados Unidos
- Japón
- China
- Corea del Sur
- Taiwán
- Otros países asiáticos
- Resto del mundo
- Comercio mundial (escala derecha)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

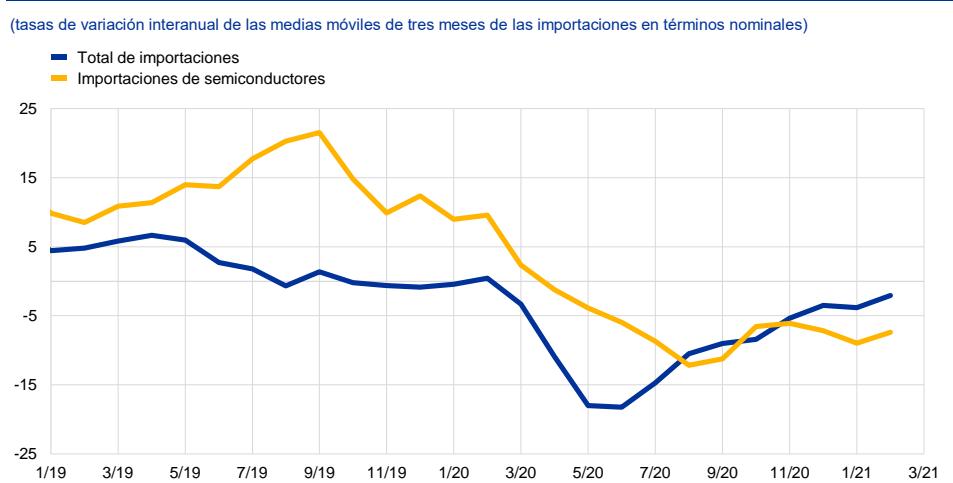
Notas: Componentes de semiconductores clasificados bajo los códigos 8541 y 8542 del Sistema armonizado de designación y codificación de mercancías (SA). Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2021.

**Mientras la demanda se recuperaba, los productores de manufacturas de la zona del euro tuvieron problemas de suministro de semiconductores.** Dado

que, entretanto, la oferta se había dirigido a otros sectores, las importaciones de la zona de estos componentes se redujeron de forma considerable tras la irrupción de la pandemia, pese a mostrar una capacidad de resistencia mayor que el total de importaciones. No obstante, durante la fase de recuperación, sus tasas de crecimiento fueron inferiores a la del total de importaciones (gráfico B). Aunque su peso en la producción de insumos (*inputs*) del sector de equipos tecnológicos y electrónicos no es muy sustancial, esta industria es un proveedor esencial en las fases *upstream* de la cadena de producción y, por lo tanto, es probable que cualquier perturbación que se produzca se propague a otros muchos sectores económicos. La falta de chips semiconductores, unida a la escasez de otros insumos (como productos químicos, plásticos, metálicos y madera), así como las interrupciones en los servicios de transporte, incidieron notablemente en los plazos de entrega de los proveedores. Esto se tradujo en un aumento sin precedentes de la ratio entre el PMI de nuevos pedidos y los plazos de entrega de los proveedores<sup>1</sup> de la industria manufacturera de la zona del euro, en particular en los sectores que utilizan semiconductores en los procesos de producción, como el de automóviles y componentes de automóviles, y el de equipos tecnológicos (gráfico C).

### Gráfico B

#### Importaciones de semiconductores de la zona del euro



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

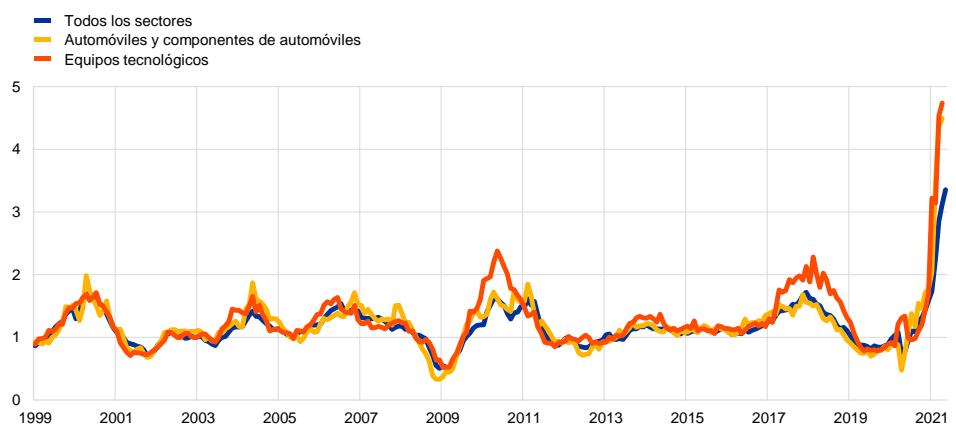
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2021.

<sup>1</sup> Cabe observar que un aumento (disminución) del índice PMI de plazos de entrega de proveedores señala un plazo de entrega más corto (más largo).

### Gráfico C

#### Plazos de entrega de los proveedores de la zona del euro

(ratio entre el PMI de nuevos pedidos y los plazos de entrega de los proveedores)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2021 (PMI sectorial) y a mayo de 2021 (PMI agregado).

**La evidencia reciente procedente de encuestas apunta a la existencia de importantes cuellos de botella en algunas de las industrias manufactureras clave, sobre todo en Alemania.** De acuerdo con la última encuesta trimestral de opinión empresarial de la Comisión Europea, el 23 % de las empresas manufactureras de la zona del euro indicaron que la falta de materiales o de bienes de equipo era un importante factor limitador de la producción (gráfico D), que actualmente se sitúa en niveles muy por encima de la media histórica (en torno al 6 %). En el gráfico D se muestra que los efectos de estos cuellos de botella asociados a la escasez de semiconductores son más evidentes en sectores con una mayor proporción de insumos de equipos electrónicos, como los de ordenadores y productos electrónicos, equipos eléctricos y automoción. En los distintos países, esta escasez se aprecia claramente en las empresas alemanas.

### Gráfico D

#### Falta de materiales o de equipos como factor limitador de la producción

(porcentaje de encuestados por sectores)

	Zona del euro	Alemania	Francia	Italia	España	Países Bajos
Manufacturas	23	42	6	7	14	20
Ordenadores/productos electrónicos	34	70	-1	14	19	11
Equipos eléctricos	36	56	23	12	32	37
Vehículos de motor/remolques	35	58	2	7	50	35

Fuente: Encuesta de opinión empresarial de la Comisión Europea de abril de 2021.

Nota: Las series temporales relativas a las respuestas a la encuesta están desestacionalizadas, lo que puede explicar los valores negativos en algunos sectores.

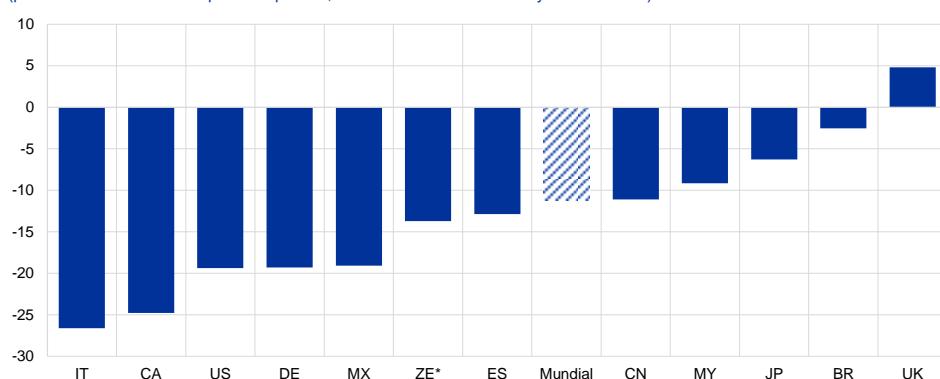
**Este desajuste entre la producción y los pedidos en algunas de las industrias manufactureras clave también apunta a la existencia de cuellos de botella en la oferta.** Hasta el momento, el sector de automoción parece ser el más afectado

por la escasez de chips. En el primer trimestre de 2021, la producción mundial de automóviles para uso privado se redujo en casi 1,3 millones de unidades, lo que corresponde a un descenso del 11,3 % con respecto al último trimestre de 2020 y de alrededor del 2,8 % en comparación con el nivel de producción de 2019 (gráfico E). En la zona del euro, la producción de vehículos de motor disminuyó durante cuatro meses consecutivos hasta marzo de 2021, situándose un 18,2 % por debajo del nivel de noviembre de 2020. En Alemania, el aumento intermensual de la acumulación de pedidos en las manufacturas fue sistemáticamente superior al crecimiento de la producción entre enero y marzo de 2021, sobre todo en los sectores de automoción y de ordenadores/productos electrónicos, lo que se ha confirmado en los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras<sup>2</sup>. Estos contactos esperaban que las restricciones de oferta se agudizaran en el segundo trimestre de 2021 y que se aliviaran gradualmente en la segunda mitad del año.

#### Gráfico E

##### Producción mundial de vehículos de motor

(producción de automóviles para uso privado, variación entre el I TR 2021 y el IV TR 2020)



Fuentes: Haver, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los países se han seleccionado en función de la disponibilidad de datos y el agregado mundial incluye el 70 % de la producción mundial de vehículos de motor. Series ajustadas de estacionalidad. Los datos ZE\* se refieren a los datos de producción industrial de la zona del euro, NACE2 código 29.1.

**Hasta el momento se dispone de evidencia muy limitada sobre los efectos de la falta de semiconductores en la evolución de los precios a lo largo del proceso de formación de precios.** Los efectos al alza sobre los precios podrían proceder, por ejemplo, de una escasez de oferta de bienes, de una creciente capacidad para fijar precios en las distintas fases de la cadena de producción o de los intentos de las empresas de trasladar los costes derivados de la infrautilización forzosa de la capacidad productiva. En la zona del euro, la inflación de los precios de producción de componentes y cuadros electrónicos, en los que los semiconductores desempeñan un papel destacado, continúa siendo negativa (gráfico F). En las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de consumo de los ordenadores y los vehículos de motor (los dos productos más importantes de los bienes electrónicos de consumo) pone de

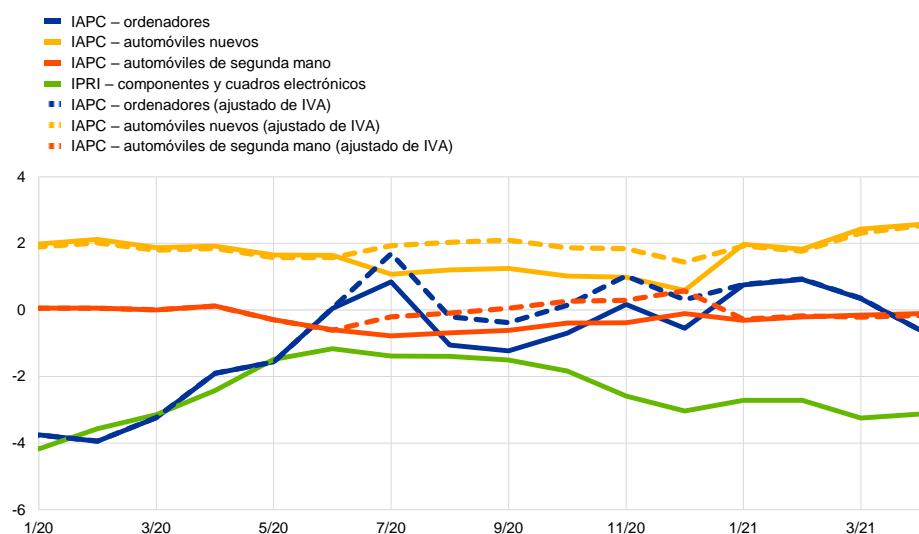
<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «[Resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021.

manifiesto algunos aumentos en el caso de los segundos<sup>3</sup>, mientras que los precios de los ordenadores empezaron a descender de nuevo. Con todo, se debe observar que los efectos alcistas sobre los precios atribuibles a la falta de semiconductores podrían materializarse, pero con un retardo sustancial a lo largo del proceso de formación de precios.

#### Gráfico F

#### Precios de producción y de consumo de productos cuyos componentes incluyen semiconductores

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las líneas discontinuas muestran series a impuestos constantes (bajo el supuesto de una transmisión completa de las modificaciones de los impuestos indirectos, que incluyen la reducción temporal del IVA en Alemania). Las últimas observaciones corresponden a abril de 2021.

#### Se espera que la escasez de semiconductores persista en el corto plazo.

Aunque las principales empresas mundiales productoras de chips tienen previsto ampliar su capacidad e incrementar casi un 74 % sus gastos de capital —unos planes que en su mayor parte se prevé que se pongan en práctica para finales de 2021—, la complejidad y el tiempo necesario para construir nuevas plantas de producción son de tal envergadura que es probable que los factores adversos para el sector persistan durante este año.

<sup>3</sup> Mientras que, en Estados Unidos, los precios de los automóviles de segunda mano, en particular, subieron de forma muy acusada durante la pandemia —en parte debido a la reciente caída de la producción de automóviles nuevos resultante de la escasez de semiconductores—, en la zona del euro no mostraron una dinámica alcista sustancial.

## Implicaciones de los programas de estabilidad de 2021 para las políticas fiscales de la zona del euro

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Steffen Osterloh

**Los programas de estabilidad para el período 2021–2024 proporcionan por primera vez detalles exhaustivos de los planes presupuestarios a medio plazo de los países de la zona del euro en respuesta a la pandemia de coronavirus (COVID-19).** El año pasado, debido al carácter novedoso de la grave crisis sanitaria y a la extrema incertidumbre aparejada, la mayoría de los Gobiernos de la zona del euro no presentaron planes presupuestarios detallados. Los programas actualizados, que se presentaron a finales de abril de 2021, fueron preparados por los Gobiernos conscientes de que la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) seguiría activada al menos hasta el final de 2021, lo que les permitiría desviarse de las exigencias de ajuste del PEC<sup>1</sup>. Asimismo, se suponía que los programas debían reflejar las recomendaciones específicas por país (REP) adoptadas por el Consejo Europeo el 20 de julio de 2020 para el período 2020-2021, en las que no se incluían exigencias de ajustes presupuestarios numéricos, sino que se instaba a adoptar políticas fiscales cuyo objetivo sea alcanzar posiciones fiscales prudentes a medio plazo y a garantizar la sostenibilidad de la deuda «cuando las condiciones económicas lo permitan». A corto plazo, se recomendó a los Gobiernos «tomar todas las medidas necesarias para combatir la pandemia, sostener la economía y respaldar la posterior recuperación de forma eficaz». Por último, los programas son un primer reflejo de los planes de recuperación y resiliencia —que los Estados miembros tenían que presentar antes del 30 de abril— en los que describen las reformas y los proyectos que tienen previsto implementar utilizando los fondos disponibles a través del programa «Next Generation EU» (NGEU). Con ese trasfondo, en este recuadro se analizan los planes presupuestarios a medio plazo de los países de la zona del euro para salir de la crisis actual, y se señalan los retos pendientes derivados de las recomendaciones de política fiscal que la Comisión Europea publicó el 2 de junio en su paquete de primavera del Semestre Europeo de 2021.

**En los programas de estabilidad de 2021 se presentan las proyecciones de política fiscal de los Estados miembros en un momento en el que esta política está desempeñando un papel decisivo en la respuesta a la pandemia.** Al comienzo de la crisis, la política presupuestaria se centró en garantizar la disponibilidad de los recursos necesarios para el sistema sanitario y en proteger a las empresas y a los trabajadores de los sectores afectados<sup>2</sup>. Conforme la

<sup>1</sup> La cláusula general de salvaguardia se activó en marzo de 2020, y en septiembre de 2020 se prorrogó hasta 2021. Esta cláusula permite que los Estados miembros se desvien de las exigencias de ajuste del PEC en determinadas situaciones concretas, como los períodos de recesión económica grave en la zona del euro o en la Unión en su conjunto. Para más información, véase la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones, *Estrategia anual de crecimiento sostenible 2021*, COM(2020) 575 final.

<sup>2</sup> Para más información, véase el artículo titulado «*The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis*», Boletín Económico, número 1, BCE, 2021.

vacunación sigue avanzando y las medidas de confinamiento se van levantando gradualmente, la política fiscal está reemplazando las medidas de emergencia temporales con objetivos específicos por otras dirigidas a respaldar la recuperación. Las inversiones públicas, complementadas por el NGEU y acompañadas de políticas estructurales adecuadas, han de desempeñar un papel importante a este respecto.

**Según los programas de estabilidad, los desequilibrios presupuestarios se reducirán gradualmente con respecto a sus niveles elevados durante el horizonte de proyección.** En el conjunto de la zona del euro, la ratio de déficit público sobre el PIB se incrementó del 0,6 % al 7,2 % entre 2019 y 2020, y seguirá aumentando hasta situarse en el 8,7 % en 2021 (gráfico A), mientras que, a escala nacional, los déficits públicos esperados oscilan entre el 2 % y el 12 % del PIB para 2021. Aunque está previsto que el déficit público agregado de la zona del euro se mantenga por encima de los niveles anteriores a la crisis (en 1,5 puntos porcentuales) hasta el final del horizonte de previsión (es decir, 2024), se espera una dispersión menor de las posiciones presupuestarias entre países. Algunos países de la zona del euro no prevén reducir sus déficits por debajo del umbral del 3 % del PIB en el horizonte contemplado (gráfico B) —en especial aquellos con ratios elevadas de deuda en relación con el PIB (sobre todo Italia, España, Bélgica y Francia)—, mientras que otros, incluidos los países anteriormente sujetos a un programa de ajuste (Grecia, Chipre y Portugal), prevén registrar déficits presupuestarios comparativamente más reducidos. Según las proyecciones de los programas de estabilidad, la ratio media de deuda sobre el PIB de la zona del euro superará el 103 % en 2021, lo que implica un incremento de alrededor de 17 puntos porcentuales frente al nivel registrado antes de la crisis, en 2019. En 2022, se espera que empiece a disminuir algo, principalmente debido a la reversión anticipada de las medidas de apoyo y a un crecimiento nominal elevado, pero en 2024 se mantendrá en torno al 100 %. Además, la deuda adicional, aunque limitada, relacionada con el NGEU comenzará a acumularse a nivel de la UE a partir de 2021, y se estima que ascienda a alrededor del 1 % del PIB durante el período 2021–2022<sup>3</sup>. Cabe señalar que la trayectoria de las finanzas públicas descrita en los programas nacionales de estabilidad difiere de las previsiones fiscales del ejercicio de proyecciones macroeconómicas de junio de 2021 elaboradas por los expertos del Eurosistema, como se señala en la sección 6 de este Boletín Económico, que solo tiene en cuenta las medidas aprobadas por el parlamento nacional o las que ya han sido definidas con detalle por el Gobierno y es probable que se aprueben en el proceso legislativo.

<sup>3</sup> Véase la página 2 de «European Economic Forecast Spring 2021», donde se indica que el gasto total de la UE que se prevé financiar con subvenciones del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) durante el horizonte de previsión de 2021–2022 asciende a 140 mm de euros (algo menos del 1 % del PIB de 2019). Se espera que, a lo largo de este horizonte, el MRR tenga un impacto económico total de alrededor del 1,2 % del PIB real de la UE de 2019.

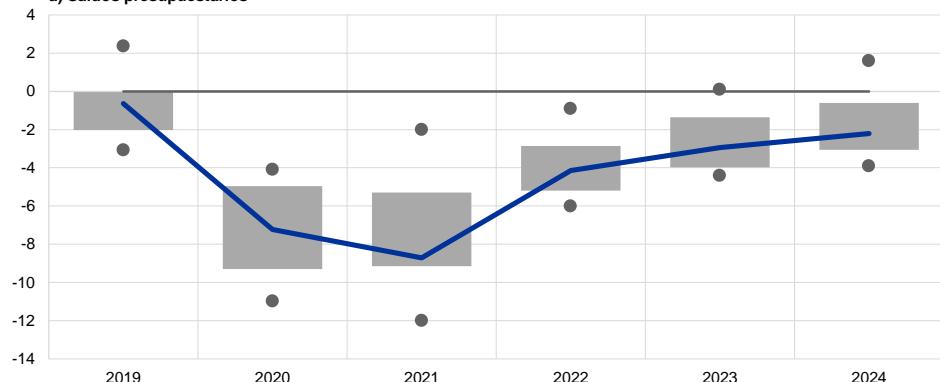
## Gráfico A

Proyecciones de saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas y de ratios de deuda sobre el PIB basadas en los programas de estabilidad de 2021

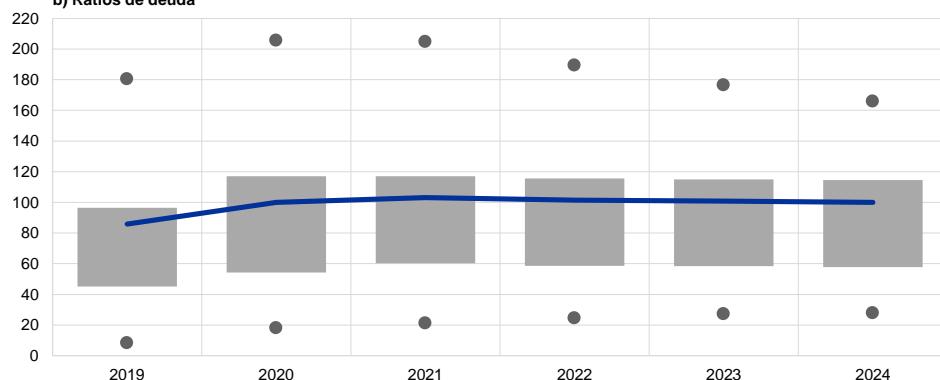
(porcentajes del PIB)

- Rango intercuartílico
- Zona del euro
- Mínimo/máximo

a) Saldos presupuestarios



b) Ratios de deuda



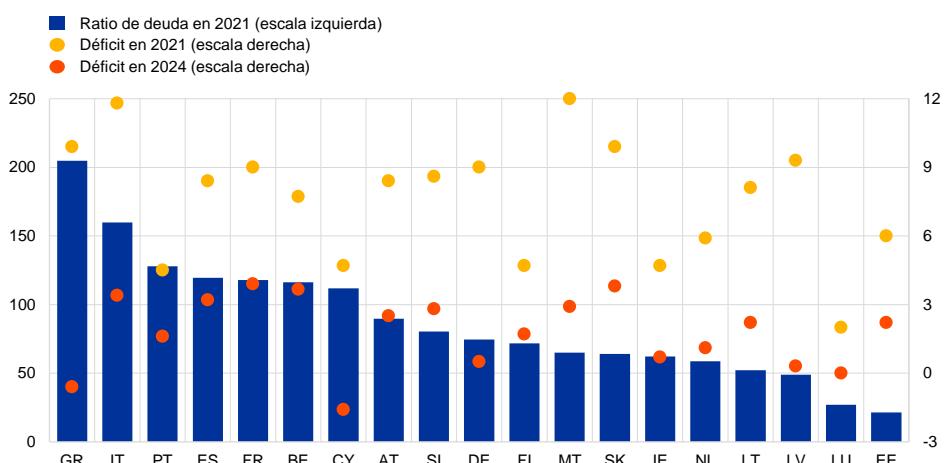
Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO para 2019–2020) y cálculos propios basados en los programas de estabilidad de 2021 para el período 2021–2024.

Nota: Los datos agregados de la zona del euro se refieren al sector agregado de las Administraciones Públicas de los países de la zona.

## Gráfico B

### Proyecciones de ratios de deuda y de déficits de las Administraciones Públicas basadas en los programas de estabilidad de 2021

(porcentajes del PIB)



Fuente: Programas de estabilidad de 2021.

**A diferencia de lo que ocurrió en la gran crisis financiera, se espera que la recuperación de la pandemia de COVID-19 se vea respaldada por la expansión de la inversión pública.** Según los programas de estabilidad de 2021, la inmensa mayoría de los países de la zona del euro tienen previsto aumentar los recursos disponibles para inversiones públicas, que en la literatura económica suele considerarse una categoría de gasto público particularmente favorable al crecimiento<sup>4</sup>. Se espera que la proporción de inversión pública en relación con el PIB se incremente con respecto a los niveles observados antes de la crisis y pase del 2,8 % de 2019 al 3,3 % en 2023. Esto contrasta claramente con los años posteriores a la gran crisis financiera, cuando muchos países de la zona del euro adoptaron medidas de consolidación fiscal que en su mayor parte se centraron en reducir la inversión pública. Más en concreto, durante el período 2009–2013, el porcentaje de gasto público de la zona del euro en la formación bruta de capital fijo de las Administraciones Públicas en relación con el PIB disminuyó hasta situarse en el 2,9 %, desde el 3,7 %, y algunas de las mayores reducciones se registraron en los países en los que la consolidación era más necesaria. El incremento de la inversión previsto para los próximos años corresponde en gran medida al NGEU, en el que destaca el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), que brinda a los países de la zona del euro una oportunidad ideal para apoyar la recuperación con políticas que mejoren el potencial de crecimiento de sus economías<sup>5</sup>.

**En las REP propuestas por la Comisión Europea como parte de su paquete de primavera del Semestre Europeo de 2021 se prevé que la cláusula general de salvaguardia del PEC siga activada en 2022, al tiempo que se recomienda que las políticas fiscales de los Estados miembros sean de alta calidad y tengan un mayor grado de diferenciación.** La cláusula general de salvaguardia del PEC

<sup>4</sup> Para más información, véase el artículo titulado «[The composition of public finances in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2017.

<sup>5</sup> Para más detalles, véase la sección 6 de este Boletín Económico.

«seguirá aplicándose en 2022 y se espera que se desactive a partir de 2023». Mientras que las REP formuladas en 2020 eran homogéneas para todos los Estados miembros, las publicadas en la primavera de 2021 recomiendan que las políticas fiscales que se adopten en 2022 tengan «en cuenta el estado de la recuperación, los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria y la necesidad de reducir las divergencias económicas, sociales y territoriales». A los países con un nivel bajo de deuda se les recomienda seguir una política fiscal expansiva (medida de forma específica)<sup>6</sup>, teniendo en cuenta también el impulso proporcionado por el MRR, mientras que los países con una deuda elevada deben «utilizar el [MRR] para financiar inversiones adicionales en apoyo de la recuperación, al tiempo que aplican una política presupuestaria prudente». Esta última recomendación se aplica a Bélgica, Francia, Grecia, España, Italia y Portugal. También se recomienda que todos los Estados miembros preserven la inversión financiada a nivel nacional, y «al mismo tiempo, el aumento de los gastos corrientes financiados a nivel nacional debe mantenerse bajo control y limitarse en el caso de los Estados miembros con una deuda elevada». Como parte de una recomendación en la que se subraya la importancia de la calidad de las medidas presupuestarias para asegurar una recuperación sostenible e inclusiva se insta a fomentar la inversión, en especial en las transiciones ecológica y digital, para impulsar el crecimiento potencial. Por último, en la evaluación del cumplimiento de los criterios de déficit y de deuda por parte de los Estados miembros, la Comisión Europea considera que 23 no cumplen el criterio de déficit y 13 no cumplen el de deuda. Pese a ello, estima que, «teniendo en cuenta la elevada incertidumbre, la respuesta acordada en materia de política presupuestaria a la crisis de la COVID-19 y las recomendaciones del Consejo de 20 de julio de 2020», en la coyuntura actual, no debe adoptarse una decisión relativa a la aplicación del procedimiento de déficit excesivo a los Estados miembros.

**Los planes presupuestarios a medio plazo presentados en los programas de estabilidad de 2021 están sujetos a un grado elevado de incertidumbre.** Esta incertidumbre está relacionada, entre otros factores, no solo con la evolución de la pandemia de COVID-19, sino también con el gran impacto transformador que puede tener el MRR en la zona del euro. Por tanto, para el conjunto de la zona es importante que, por el momento, las políticas fiscales sigan proporcionando apoyo, mientras se refuerza la sostenibilidad de las finanzas públicas a través de medidas con objetivos suficientemente específicos y con políticas cada vez más diferenciadas a escala nacional.

---

<sup>6</sup> En lugar de utilizar las medidas habituales para determinar la orientación de la política fiscal, como las mencionadas en la sección 6 de este Boletín Económico, la Comisión Europea mide la orientación presupuestaria como la variación del gasto primario (neto de medidas discrecionales de ingresos y excluidas las medidas de emergencia temporales relacionadas con la crisis) incluido el gasto financiado por subvenciones en el marco del MRR y de otros fondos de la UE. Para ello se tiene en cuenta, entre otros factores, el hecho de que, aunque las subvenciones concedidas con arreglo al MRR no afectan al déficit, impulsan las economías.