

Recuadros

1 Las implicaciones del ahorro acumulado durante la pandemia para las perspectivas económicas globales

Maria Grazia Attinasi, Alina Bobasu y Ana-Simona Manu

La pandemia de coronavirus (COVID-19) ha dado lugar a la acumulación de una importante bolsa de ahorro por parte de los hogares en las economías avanzadas, sustancialmente por encima de los valores históricos. Debido a su elevada cuantía, el ahorro acumulado desde principios de 2020 podría ser un factor determinante de la recuperación cuando acabe la pandemia. La pregunta fundamental es si los hogares realizarán gastos importantes cuando las restricciones relacionadas con la pandemia se retiren y los consumidores recuperen la confianza, o si otros motivos (como precaución, desapalancamiento) evitarán que gasten el exceso de ahorro acumulado. En este recuadro se considera un grupo de economías no pertenecientes a la zona del euro y se llega a la conclusión de que, sopesando los argumentos económicos, es probable que cualquier reducción del exceso de ahorro que se produzca como consecuencia del aumento del consumo sea limitada a medio plazo. Con todo, habida cuenta de la notable incertidumbre que rodea a este escenario central, también se analizan dos escenarios de ahorro alternativos y se valoran sus implicaciones para las perspectivas económicas globales utilizando el modelo Oxford Global Economic Model.

La acumulación de elevadas bolsas de ahorro tiene su origen en los rasgos distintivos de la pandemia de COVID-19 y en las respuestas de las autoridades. A diferencia de recesiones económicas anteriores, las medidas de contención adoptadas frente al COVID-19 causaron una disminución significativa de las oportunidades de gasto en consumo que provocó una contracción considerable del consumo privado. Esta disminución se vio parcialmente contrarrestada por las medidas extraordinarias desplegadas por los Gobiernos en forma de apoyo a las rentas o al empleo, lo que amortiguó el impacto negativo en la renta personal disponible (panel a del gráfico A). Estos dos factores, junto con el alto grado de incertidumbre sobre la renta futura y los riesgos de que se produzcan secuelas permanentes, hicieron que el ahorro de los hogares alcanzara tasas sin precedentes durante 2020, lo que se ha traducido en la acumulación de un elevado volumen de exceso de ahorro.

En 2020, el ahorro acumulado por los hogares en cinco importantes economías avanzadas¹ por encima de los valores históricos se situó, en promedio, en el 6,7 % del PIB y el 9,5 % de la renta disponible (panel b del gráfico A). Entre estas economías, el mayor volumen de ahorro al final de 2020 correspondía a Estados Unidos (1,5 billones de dólares estadounidenses, el 7,2 % del PIB nacional), pero otros países también registraron elevados volúmenes de

¹ Las economías analizadas son Australia, Canadá, Japón, Reino Unido y Estados Unidos.

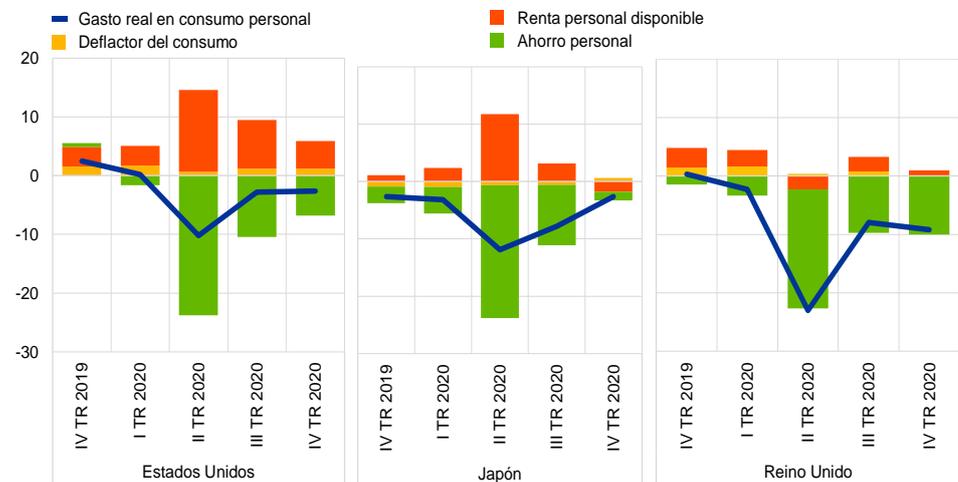
exceso de ahorro. El exceso de ahorro acumulado desde el inicio de 2020 hasta el final de ese año se estima calculando la diferencia acumulada entre el ahorro real y un escenario contrafactual en el que se supone que la tasa de ahorro permaneció en el mismo nivel que la media anterior a la pandemia durante ese mismo año. Del mismo modo, el escenario central se basa en el supuesto de que, hasta el final de 2023, el exceso de ahorro se mantiene en un nivel próximo al observado antes del comienzo de 2021, mientras que se asume que la tasa de ahorro converge a la media de antes de la pandemia.

Gráfico A

Consumo final privado y exceso de ahorro de los hogares

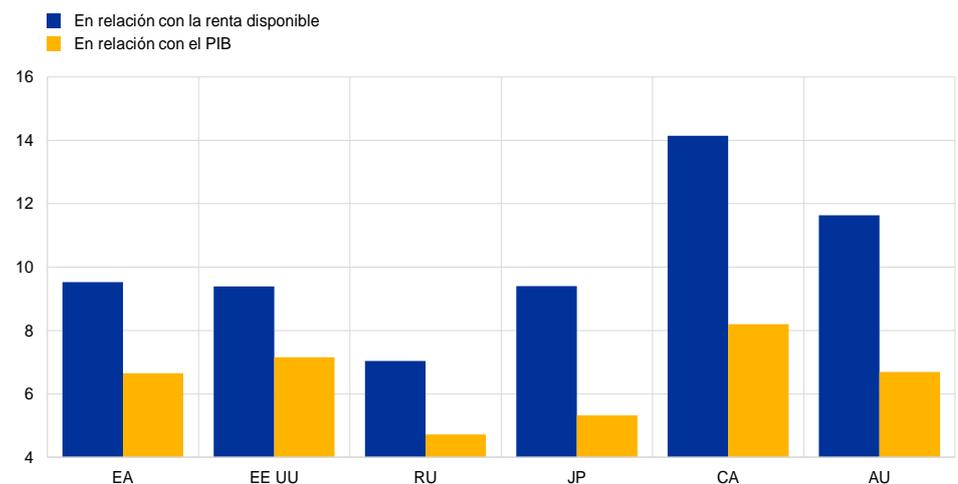
a) Descomposición del gasto en consumo final privado

(tasa de variación interanual, puntos porcentuales)



b) Exceso de ahorro de los hogares en el cuarto trimestre de 2020

(porcentajes)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de las economías avanzadas (EA) se calcula como la media ponderada del exceso de ahorro de los cinco países que se muestran en el gráfico. «EEUU» se refiere a Estados Unidos, «RU» al Reino Unido, «JP» a Japón, «CA» a Canadá y «AU» a Australia.

Varios argumentos dan soporte al escenario central de que los hogares preferirán conservar la mayor parte del exceso de ahorro acumulado en lugar de destinarlo a la adquisición de bienes de consumo.

A continuación, se consideran brevemente estos argumentos, antes de explicar las implicaciones macroeconómicas de dos escenarios alternativos de ahorro.

En primer lugar, la mayor parte del ahorro acumulado durante la pandemia ha sido generado por hogares con rentas altas cuya propensión marginal a gastar sus ingresos o su riqueza es menor que la de los hogares con rentas bajas².

En el Reino Unido, por ejemplo, datos procedentes de encuestas muestran que los primeros aumentaron el ahorro durante la pandemia, mientras que los hogares de rentas medias y bajas ahorraron menos o incluso desahorraron. Asimismo, en Estados Unidos existe evidencia de que la distribución del exceso de ahorro por grupos de renta está claramente sesgada hacia los hogares con rentas altas y de que gran parte de este ahorro se mantiene en activos líquidos, es decir, efectivo y depósitos (ambos paneles del gráfico B). La situación es similar en la zona del euro, donde la acumulación de ahorro durante la pandemia se ha concentrado en los hogares de mayor edad y con rentas más altas (para más detalles, véase el recuadro 4 de este Boletín Económico). En cuanto a Japón, los datos disponibles también sugieren que el ahorro ha sido acumulado principalmente por los hogares de rentas medias y altas. En general, es probable que las familias con ingresos elevados hayan ahorrado más durante la pandemia, ya que han experimentado menos pérdidas de ingresos que las de rentas bajas y suelen gastar una mayor proporción de su cesta de consumo en los servicios que sufrieron más restricciones durante los confinamientos. Por ejemplo, los datos disponibles indican que, antes de la pandemia, los hogares británicos en el decil superior de la distribución de la renta destinaban cerca del 40 % de su gasto a servicios como transporte, ocio, servicios de alojamiento y restaurantes³.

² Véase, por ejemplo, J. D. Fisher, D. S. Johnson, T. M. Smeeding y J. P. Thompson, «[Estimating the marginal propensity to consume using the distributions of income, consumption, and wealth](#)», *Journal of Macroeconomics*, vol. 65, 2020.

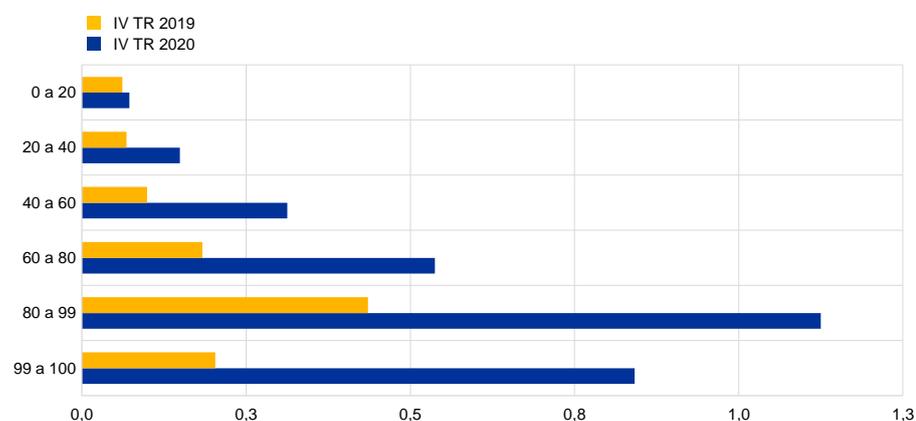
³ Véase el cuadro 3.2 de «[Family spending workbook 1: detailed expenditure and trends](#)», Office for National Statistics, 2021.

Gráfico B

Activos y pasivos financieros de los hogares

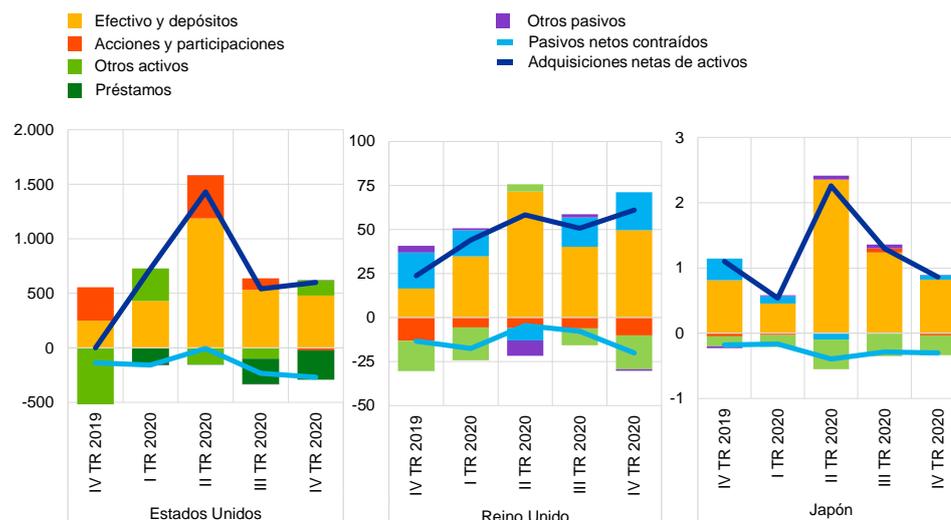
a) Depósitos a la vista y efectivo por quintiles de distribución de la renta en Estados Unidos

(billones de dólares estadounidenses; percentiles)



b) Activos y pasivos financieros de los hogares

(mm de dólares estadounidenses; mm de libras esterlinas; billones de yenes japoneses)



Fuentes: Reserva Federal de Estados Unidos (panel a); fuentes nacionales y cálculos del BCE (panel b).

En segundo lugar, puede que los hogares utilicen parte del ahorro acumulado para amortizar deuda o para invertir en activos.

Por lo que respecta a las cuentas financieras, la acumulación de grandes bolsas de ahorro se ha asociado a un aumento acusado de los depósitos bancarios de los hogares durante los confinamientos. Con anterioridad al final de 2020, solo una pequeña proporción de este ahorro se había destinado a la amortización de deudas o a la compra de activos como acciones y participaciones (panel b del gráfico B). Esta preferencia por la liquidez podría reflejar, en parte, un grado elevado de incertidumbre en este sector, además de la menor disponibilidad de oportunidades de consumo en un contexto de persistencia de las restricciones relacionadas con el COVID-19. A medida que la incertidumbre disminuya, un porcentaje más alto del ahorro podría canalizarse hacia inversiones o el pago de deudas. En Estados Unidos, la encuesta de expectativas de los consumidores realizada

por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York sugería que la mayor parte de los fondos recibidos por los hogares en forma de cheques de estímulo se destinaría al ahorro (41 %) y al pago de deudas (34 %), mientras que solo en torno al 25 % se destinaría a gasto en consumo⁴. En el Reino Unido, la encuesta NMG correspondiente al segundo semestre de 2020 señalaba que únicamente el 10 % de las familias cuyo ahorro había aumentado tenía previsto gastarlo, mientras que el 70 % prefería seguir manteniendo sus ahorros en cuentas bancarias⁵. El resto pensaba emplear sus ahorros para pagar deudas, invertir o complementar sus planes de jubilación.

En tercer lugar, los efectos de la equivalencia ricardiana pueden afectar a la propensión al consumo de los hogares, si todo lo demás se mantiene igual⁶. El considerable apoyo a las rentas proporcionado a los hogares y otras medidas adoptadas por las autoridades durante la pandemia provocaron un fuerte desahorro del sector público y un incremento de la deuda pública asociado. En el futuro pueden producirse efectos derivados de la equivalencia ricardiana en la medida en que los hogares esperan que se introduzcan subidas de impuestos con el objetivo de reducir el volumen de deuda pública generada durante la perturbación del COVID-19 y, por tanto, se muestran menos inclinados a consumir el exceso de ahorro acumulado. A este respecto cabe observar que tanto el Gobierno estadounidense como el británico han anunciado aumentos del impuesto sobre la renta de las personas físicas, que se prevé que incidan en la propensión al consumo de los hogares.

En cuarto lugar, el margen para un afloramiento considerable de la demanda embalsada parece ser limitado. Aunque la relajación de las restricciones a la movilidad y la reapertura progresiva de los sectores con actividades que requieren un contacto estrecho liberarán la demanda de los hogares para el consumo de servicios (como turismo y viajes, restaurantes y actividades culturales), estos últimos son menos propensos a registrar episodios importantes de afloramiento de la demanda embalsada que los bienes de consumo⁷. En concreto, aunque los hogares podrían tener un incentivo para consumir servicios más caros (como vacaciones y servicios de restauración), existe un límite en lo que pueden recuperar en términos del consumo no satisfecho. Además, como las medidas de contención asociadas a la pandemia restringieron notablemente las oportunidades de consumo de servicios, parte del gasto de los hogares se desvió hacia el consumo de bienes. Los datos sobre el gasto real en consumo personal de los hogares estadounidenses muestran que el gasto en bienes duraderos y no duraderos repuntó con rapidez, tras disminuir de forma notable en abril de 2020; a finales del segundo trimestre de ese año, el gasto total había retornado a los niveles observados al final de 2019 y después ha seguido creciendo. Aunque el gasto en servicios se recuperó a un ritmo más lento,

⁴ [Survey of Consumer Expectations](#), Banco de la Reserva Federal de Nueva York, marzo de 2021.

⁵ Véase [«How has Covid affected household savings?»](#), Banco de Inglaterra, noviembre de 2020.

⁶ La equivalencia ricardiana sugiere que los hogares no aumentan su consumo en respuesta a un incremento del gasto público financiado mediante deuda, aunque tengan que pagar menos impuestos, por lo que ahorrarán más. Esto se debe a que prevén que un aumento de la deuda pública se financiará con subidas de impuestos en el futuro. Esta hipótesis se basa en los supuestos de que los hogares pueden obtener y proporcionar financiación libremente y de que los impuestos no son distorsionantes.

⁷ Véase M. Beraja y C. Wolf, [«Demand Composition and the Strength of Recoveries»](#), documento de trabajo.

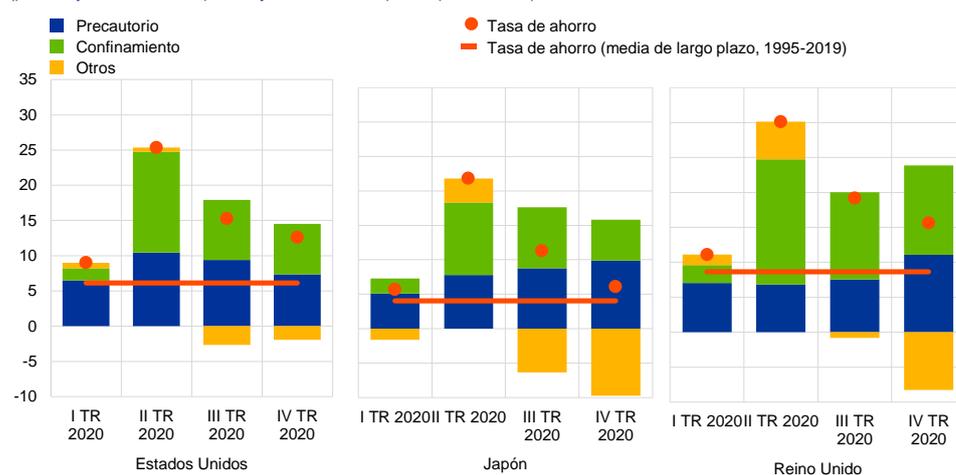
en marzo de 2021 se situaba en torno a un 5 % por debajo de los niveles anteriores a la pandemia.

Con todo, la incertidumbre en torno a la fortaleza relativa de los factores que podrían influir en el nivel de gasto del ahorro acumulado sigue siendo elevada. Por un lado, una reapertura gradual pero duradera de las economías a medida que la pandemia esté bajo control generaría una desacumulación de ahorro por parte de los hogares a una velocidad mayor que la contemplada en el escenario central, debido a que ese ahorro fue forzoso hasta cierto punto, ya que la respuesta a la pandemia limitó las oportunidades de consumo. Como la mayor parte del ahorro se ha invertido en activos líquidos, podría gastarse con gran facilidad. La reanudación de actividades que requieren interacción social, como las compras y las comidas fuera de casa, reactivarán oportunidades de gasto no disponibles anteriormente, en particular en el caso de los hogares con rentas altas que destinan una proporción más elevada de su cesta de consumo a este tipo de actividades. Además, también es posible que, cuando la recuperación avance y las perspectivas de empleo mejoren, el motivo de precaución para ahorrar, que desempeñó un papel destacado en 2020, no sea tan importante una vez que los hogares recuperen la confianza en sus perspectivas económicas y de salud (gráfico C). Por otro, las dificultades para controlar el virus, la prolongación de las restricciones, la introducción de nuevas medidas de confinamiento y el debilitamiento de las perspectivas relativas al mercado de trabajo podrían dar lugar a una nueva acumulación del ahorro de los hogares en comparación con el escenario central y, con ello, retrasar la recuperación.

Gráfico C

Descomposición del ahorro de los hogares, por motivos

(porcentajes de la renta disponible y contribución en puntos porcentuales)



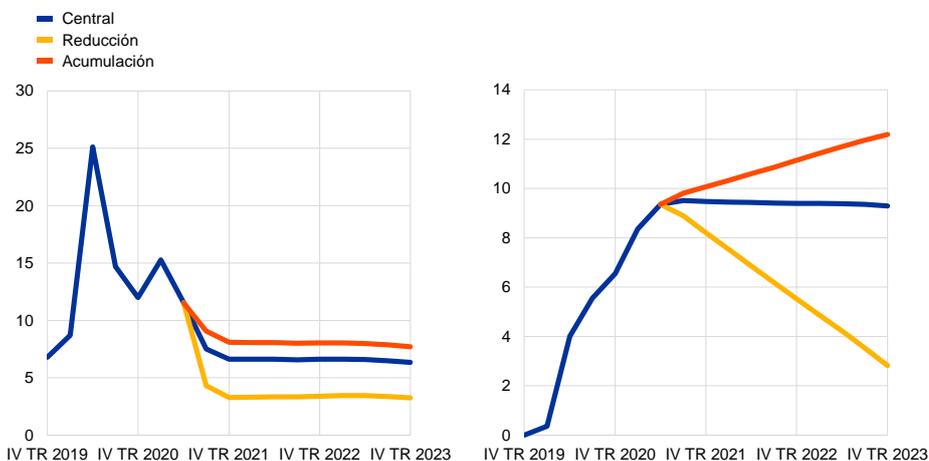
Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Notas: El análisis abarca el período comprendido entre el primer trimestre de 1995 y el cuarto trimestre de 2020. La tasa de ahorro de los hogares en relación con la renta disponible en 2020 (puntos rojos) se ha modelizado por mínimos cuadrados ordinarios (MCO) y se expresa como una función de su propio desfase, la tasa de paro, la confianza económica y las medidas de contención (confinamiento) específicas de cada país, capturadas por el Índice Goldman Sachs Effective Lockdown Index.

Gráfico D

Proyecciones de los escenarios sobre la tasa de ahorro y el volumen de exceso de ahorro de los hogares

(porcentajes de la renta disponible [panel izquierdo]; porcentajes del PIB [panel derecho])



Fuente: Cálculos del BCE basados en el modelo Oxford Global Economic Model.
Nota: Los resultados se han agregado utilizando el PIB ponderado.

Para analizar las implicaciones macroeconómicas de los escenarios alternativos de ahorro para Estados Unidos, Reino Unido y Japón, se consideran dos escenarios alternativos⁸ para el volumen de exceso de ahorro.

El primero es: i) un escenario de «reducción», en el que se supone que el exceso de ahorro acumulado hasta el segundo trimestre de 2021 disminuirá un 70 % durante los dos años y medio siguientes, y ii) un escenario de «acumulación» que prevé que la tasa de ahorro no retornará a los niveles observados antes de la pandemia hasta el cuarto trimestre de 2023, lo que supone que el exceso de ahorro actual de los hogares se incrementará en un 30 %. En consecuencia, el exceso de ahorro medio en estas economías provocaría una caída del 2,7 % del PIB en el primer escenario y un aumento del 12,6 % en el escenario de acumulación al final de 2023 (gráfico D). El modelo Oxford Global Economic Model se utiliza para cuantificar los efectos de los dos escenarios en las perspectivas macroeconómicas globales⁹.

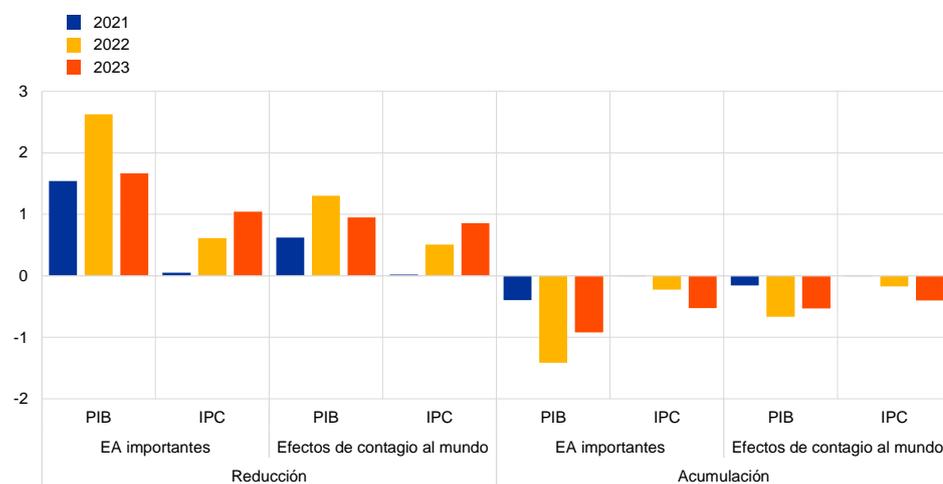
⁸ En estos escenarios solo se consideran Estados Unidos, Reino Unido y Japón.

⁹ En las simulaciones se asume que no se producen reacciones de la política monetaria en las economías avanzadas y que los precios del petróleo no han variado.

Gráfico E

Impacto macroeconómico de los escenarios alternativos de «reducción» y «acumulación» de ahorro de los hogares en el PIB y en el IPC

(desviación porcentual respecto al nivel del escenario central)



Fuente: Cálculos del BCE basados en el modelo Oxford Global Economic Model.

Notas: El impacto en el PIB y en el IPC en economías avanzadas (EA) importantes es el impacto medio ponderado por el PIB en Estados Unidos, Reino Unido y Japón; los efectos de contagio se analizan utilizando el modelo Oxford Global Economic Model, donde «mundo» se refiere a la economía mundial, incluidos Estados Unidos, Reino Unido y Japón.

En el escenario de reducción, la disminución más rápida del ahorro como consecuencia del aumento del consumo privado propicia un aumento de la demanda agregada y un repunte de la inflación. En las economías avanzadas importantes, el PIB real alcanzaría un máximo del 2,6 % por encima del nivel del escenario central en 2022 (gráfico E). Este impulso positivo quedaría parcialmente contrarrestado en 2023 porque el incremento de las importaciones lastraría el PIB. El fortalecimiento de la demanda agregada también contribuiría a las presiones de precios, que se acrecentarían de forma gradual durante el horizonte de proyección y se traducirían en mayores tasas de inflación (1 % más que el nivel del escenario central en 2023). El impacto global sería significativo, ya que el PIB real mundial se situaría un 0,6 %, un 1,3 % y aproximadamente un 1 % por encima del nivel del escenario central en 2021, 2022 y 2023, respectivamente. La inflación mundial también experimentaría un alza, y los precios de consumo se situarían alrededor del 0,9 % por encima de los del escenario central en 2023, favorecidos por la situación de la demanda global.

En el escenario de acumulación, los hogares continúan acumulando ahorro, lo que se plasma en un repunte más moderado del consumo privado, en un retraso en la recuperación y en presiones desinflacionistas limitadas. La tenencia continuada de elevados volúmenes de ahorro por parte de este sector durante un período más prolongado provocaría una caída de la demanda agregada y de la inflación. En consecuencia, el PIB nacional se recuperaría a un ritmo más lento que el asumido en el escenario central y el PIB mundial se situaría un 0,2 %, un 0,7 % y aproximadamente un 0,5 % por debajo del nivel del escenario central en 2021, 2022 y 2023, respectivamente (gráfico E). El impacto en la inflación mundial sería reducido. Cabe observar que, pese a los riesgos a la baja para el producto mundial, la acumulación de ahorro de los hogares puede generar ganancias a largo

plazo en tanto que reforzarían la solidez de sus balances (es decir, menos apalancamiento) para afrontar perturbaciones adversas en el futuro.

El análisis que se ha presentado en este recuadro muestra los riesgos para el PIB mundial en distintos escenarios de ahorro de los hogares. La medida en que los hogares de las economías avanzadas gasten el exceso de ahorro en bienes de consumo es esencial para las perspectivas globales y está vinculada a varios factores, entre los que destacan la evolución de la pandemia (incluidos los avances en las campañas nacionales de vacunación), las perspectivas de empleo de los hogares (en especial para los que tienen niveles de renta más modestos) y la orientación esperada de las políticas fiscales.

Dispersión entre sectores de las expectativas de beneficios de las empresas durante la crisis del COVID-19

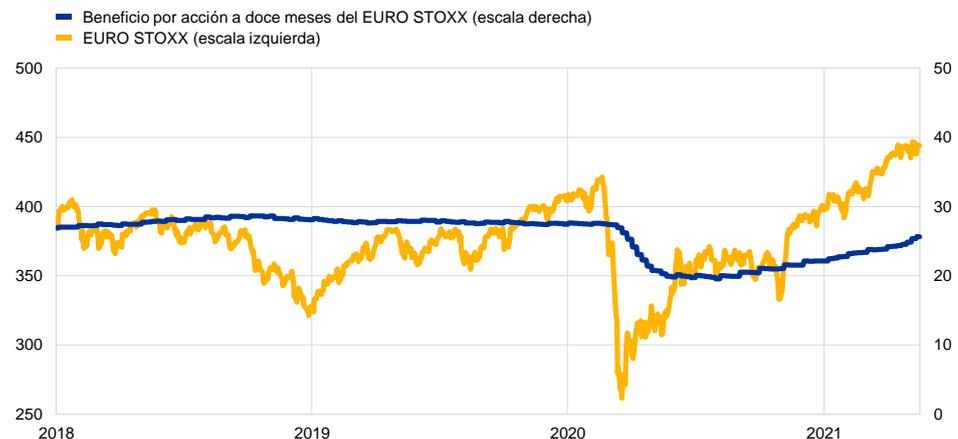
Joost Bats, William Greif y Daniel Kapp

Aunque la recuperación que experimentaron los precios de las acciones el año pasado se ha visto favorecida por la mejora de las expectativas de beneficios a corto plazo en términos agregados (gráfico A), la evolución de estas últimas ha mostrado una heterogeneidad sectorial considerable (gráfico B). En comparación con la situación antes de la pandemia, los beneficios esperados siguen siendo persistentemente moderados en sectores como el de turismo y viajes, mientras que están aumentando con rapidez en los de agua, gas y electricidad (*utilities*), tecnología, y servicios financieros no bancarios. En consecuencia, las expectativas de beneficios actuales son acordes con lo que se ha denominado una recuperación en forma de K en los distintos sectores (en la que las trayectorias de los sectores con mejor y peor evolución se asemejan a los dos «brazos» de la letra «K»). Entre países se observa una dispersión similar (véase también el [recuadro 3 de este Boletín Económico](#) y el informe [Financial Stability Review de mayo de 2021](#)), en consonancia con la idea de que algunos países dependen económicamente más que otros de sectores concretos.

Gráfico A

Evolución del índice bursátil amplio de la zona del euro y expectativas de beneficios

(escala izquierda: índice; escala derecha: euros)



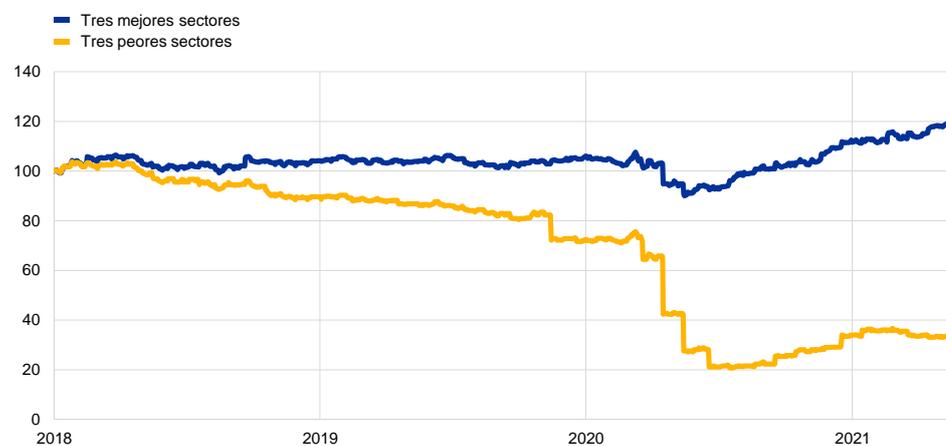
Fuentes: Refinitiv, IBES y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las previsiones de precios y beneficios a doce meses del índice amplio Dow Jones EURO STOXX. Las últimas observaciones corresponden al 17 de mayo de 2021.

Gráfico B

Expectativas de beneficios de los sectores con mejor y peor evolución de la zona del euro

(índice normalizado)



Fuentes: Refinitiv, IBES y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las previsiones de beneficios a doce meses para los tres sectores con mejores resultados y los tres con peores resultados. Datos con frecuencia diaria y normalizados a 100 a 1 de enero de 2018. Los tres sectores con mejores resultados son los de tecnología, *utilities* y servicios financieros no bancarios, y los tres con peores resultados son turismo y viajes, banca y establecimientos de alimentación. Las últimas observaciones corresponden al 17 de mayo de 2021.

En este recuadro se mide la heterogeneidad de las previsiones diarias a doce meses de los analistas del beneficio por acción de empresas cotizadas de 20 sectores diferentes. Dado que siempre existe la posibilidad de que los analistas revisen sus estimaciones cuando disponen de nueva información, las previsiones de beneficios son especialmente útiles para calibrar los efectos inmediatos de la crisis del COVID-19 en la dispersión entre sectores¹.

Para capturar el impacto de la crisis del COVID-19 en la dispersión sectorial de las expectativas de beneficios se utiliza el coeficiente de Gini. Para una variable (en este recuadro, el beneficio por acción estimado) sobre una muestra de individuos (sectores en este recuadro), el coeficiente de Gini proporciona una media de las diferencias absolutas en el resultado de la variable en todos los pares de individuos². Por tanto, es un indicador de la dispersión relativa que oscila entre 0 y 1, donde un aumento del coeficiente de Gini refleja un incremento de la dispersión.

El coeficiente de Gini presenta varias ventajas con respecto a medidas más simples de la dispersión, como la desviación típica. En primer lugar, representa el grado de desigualdad de cualquier distribución estadística. En segundo lugar, este coeficiente valora la dispersión a través de una medida agregada relativamente fácil

¹ Varios estudios analizan la heterogeneidad entre sectores utilizando indicadores retrospectivos como la rentabilidad declarada. Véase, por ejemplo, U. Akcigit *et al.*, «[Rising Corporate Market Power: Emerging Policy Issues](#)», *Staff Discussion Notes*, n.º 2021/001, FMI, 2021.

² Este coeficiente es matemáticamente equivalente a la formulación convencional del coeficiente de Gini basada en la curva de Lorenz. El coeficiente de Gini se ha usado de esta manera en diferentes campos de la ciencia, incluidas las finanzas. Véanse, por ejemplo, D. Bongaerts, K. J. M. Cremers y W. N. Goetzmann, «[Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings](#)», *The Journal of Finance*, vol. 67(1), 2012, pp. 113-152; M. Jaremski, «[The \(dis\)advantages of clearinghouses before the Fed](#)», *Journal of Financial Economics*, vol. 127(3), 2018, pp. 435-458, y N. Hautsch y A. Horvath, «[How effective are trading pauses?](#)», *Journal of Financial Economics*, vol. 131(2), 2019, pp. 378-403.

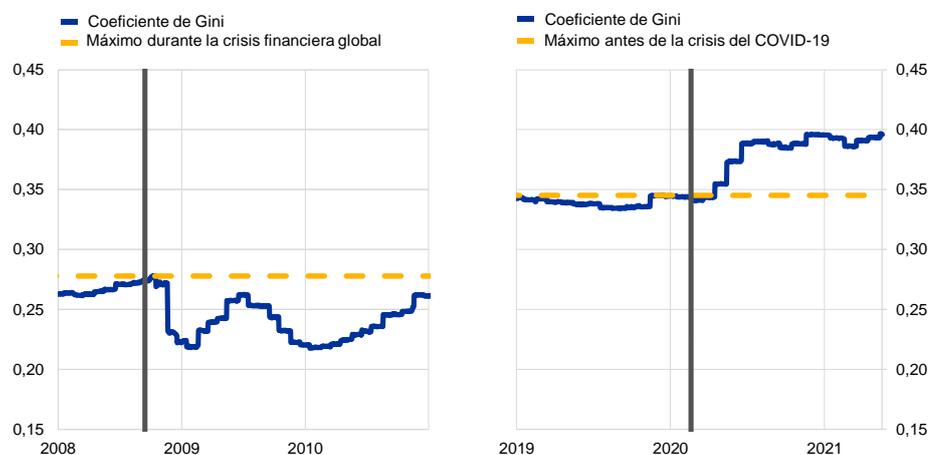
de interpretar: alcanza el valor máximo de 1 cuando las expectativas de beneficios son positivas para un sector y nulas para todos los demás, y es 0 cuando la contribución de todos los sectores a la suma de los beneficios esperados es la misma. Además, en este recuadro, el coeficiente de Gini se calcula utilizando datos sobre expectativas de beneficios basadas en niveles en lugar de tasas de crecimiento, con el fin de determinar si los cambios en la dispersión entre sectores son de carácter estructural³.

Los datos muestran que, de acuerdo con esta medida, la dispersión sectorial de las expectativas de beneficios ha aumentado de manera continua desde el inicio de la crisis del COVID-19, a diferencia de crisis anteriores en las que el impacto fue más homogéneo en los distintos sectores (gráfico C). Mientras que el coeficiente de Gini descendió tras la quiebra de Lehman Brothers durante la crisis financiera global —lo que reflejó una revisión generalizada a la baja de las perspectivas de beneficios de los sectores— ha experimentado un alza notable desde el comienzo de la crisis del COVID-19. Si se consideran conjuntamente, estas observaciones señalan un cambio estructural en las expectativas durante la pandemia actual: el mercado prevé que algunos sectores continúen registrando peores resultados que otros durante el año que viene.

Gráfico C

Coeficiente de Gini de las expectativas de beneficios a doce meses de empresas de la zona del euro durante: i) la crisis financiera global y ii) la crisis del COVID-19

(índice)



Fuentes: Refinitiv, IBES y cálculos del BCE.

Notas: La línea azul muestra el coeficiente de Gini basado en las expectativas de beneficios a doce meses en 20 sectores. La línea discontinua amarilla indica el máximo del período correspondiente. Las líneas verticales señalan la fecha de la quiebra de Lehman Brothers (panel izquierdo) y el estallido de la crisis del COVID-19 (panel derecho). La última observación corresponde al 17 de mayo de 2021.

El mayor distanciamiento social y la consiguiente disminución de la movilidad como consecuencia de las medidas de confinamiento ayudan a explicar por

³ El coeficiente de Gini basado en niveles también tiene la ventaja de excluir efectos base en los niveles. En este recuadro no se presenta este coeficiente utilizando datos sobre las expectativas de beneficios a más largo plazo, ya que no se dispone de datos diarios por sectores. Además, en este recuadro se estudian los efectos más inmediatos de la crisis del COVID-19 en la evolución esperada de las empresas, que por lo general se reflejan claramente en las revisiones de las expectativas de beneficios a más corto plazo.

qué ha aumentado la dispersión de las expectativas de beneficios durante la crisis del COVID-19. La razón es que las restricciones de movilidad afectan de manera diferente a la actividad económica de los distintos sectores. La correlación entre el grado de severidad de los confinamientos y la dispersión entre sectores de las expectativas de beneficios se estima a través de proyecciones locales utilizando datos diarios del período comprendido entre principios de enero de 2020 y finales de abril de 2021⁴. El índice Goldman Sachs Effective Lockdown Index (ELI) se emplea como indicador del grado de severidad de las medidas de contención. Este índice muestra una combinación de restricciones oficiales impuestas por los Gobiernos y datos de movilidad real.

Este análisis empírico muestra que la dispersión sectorial de las estimaciones del beneficio por acción a doce meses ha aumentado cada vez que las medidas de confinamiento han restringido más la movilidad (gráfico D). Hasta diciembre de 2020, la imposición de un confinamiento que genere un aumento de 50 puntos del ELI de (que es el punto medio del rango máximo de 0 a 100 y se corresponde con la variación observada en marzo 2020) incrementaría en 3 puntos porcentuales el coeficiente de Gini al cabo de 20 días hábiles.

Al mismo tiempo, las campañas de vacunación han sido un punto de inflexión: los confinamientos estrictos han contribuido mucho menos a la medida de la dispersión desde que comenzaron a implementarse a finales de 2020 (gráfico D)⁵. Desde mediados de diciembre de 2020, cuando se inició la administración de vacunas en la zona del euro, los efectos de las medidas de confinamiento restrictivas en la dispersión entre sectores han disminuido en más de dos tercios⁶. Este resultado puede reflejar el convencimiento de que se espera que los confinamientos más recientes sean, hasta cierto punto, los últimos, lo que aumenta la probabilidad de una reapertura gradual de la economía.

⁴ Las proyecciones locales se basan en Ò. Jordà, «*Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections*», *American Economic Review*, vol. 95(1), 2005, pp. 161-182. En las proyecciones se estima una serie de regresiones en cada horizonte de proyección, con una estimación de hasta 20 días hábiles en adelante. Las regresiones tienen en consideración la volatilidad de los mercados bursátiles y la evolución del índice bursátil amplio incluyendo la variación de las expectativas de beneficios de dicho índice en cada horizonte de proyección. Las funciones de impulso respuesta del panel derecho del gráfico D se obtienen mostrando los coeficientes estimados (multiplicados por 50 para reflejar un aumento de 50 puntos del índice en el grado de severidad de los confinamientos) de los efectos de la severidad de los confinamientos en la dispersión entre sectores de las expectativas de beneficios.

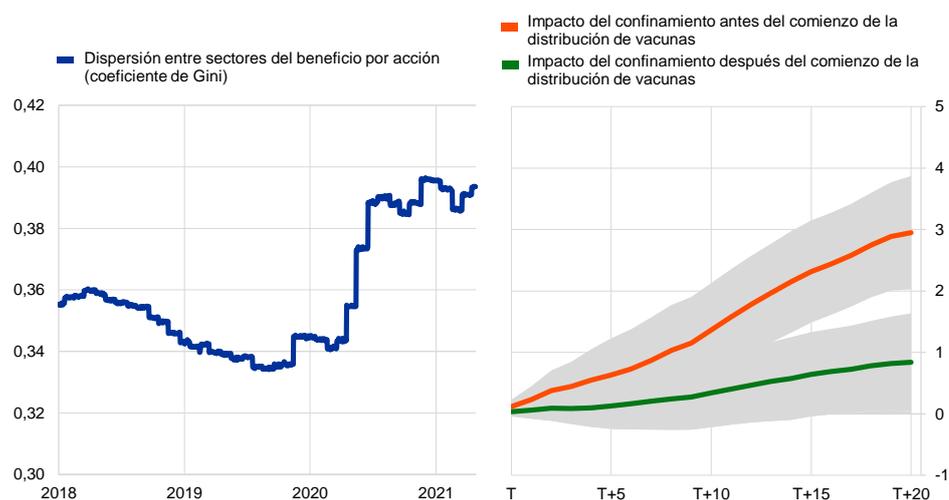
⁵ Aunque el número total de nuevos confinamientos es relativamente reducido, el ELI es un índice de severidad continuo con 259 y 84 observaciones para los períodos anteriores y posteriores al inicio de las vacunaciones, respectivamente. El valor medio del ELI es de aproximadamente 50 de 100 durante ambos períodos. Económicamente, el impacto estimado de la imposición de confinamientos se obtiene de las series de datos continuos.

⁶ El anuncio del inicio de la distribución de vacunas a principios de noviembre 2020 también puede haber afectado a la correlación entre el grado de severidad de los confinamientos y la dispersión entre sectores de las expectativas de beneficios. De hecho, un contraste de robustez realizado por separado muestra que el impacto de los confinamientos severos en la dispersión sectorial de las expectativas de beneficios es prácticamente similar cuando se considera el período a partir de principios de noviembre de 2020 en lugar del período a partir de mediados de diciembre de 2020.

Gráfico D

Dispersión entre sectores de las previsiones de beneficios por acción de la zona del euro e impacto estimado de los confinamientos antes y después del comienzo de la distribución de vacunas

(panel izquierdo: índice; panel derecho: porcentajes)



Fuentes: Refinitiv, IBES, Goldman Sachs y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el impacto de los confinamientos (es decir, un aumento de 50 puntos del índice de severidad de los confinamientos) en el coeficiente de Gini de las previsiones de beneficios por acción a doce meses de los distintos sectores a lo largo del tiempo (hasta 20 días después de la introducción del confinamiento hipotético). Los efectos se estiman utilizando proyecciones locales. Las áreas sombreadas señalan intervalos de confianza del 90 % utilizando los errores estándar de Newey-West robustos a heterocedasticidad y autocorrelación. La última observación corresponde al 26 de abril de 2021.

La heterogeneidad del impacto económico de la pandemia en los países de la zona del euro

Philip Muggenthaler, Joachim Schroth y Yiqiao Sun

Aunque la pandemia de coronavirus (COVID-19) ha sido una perturbación común, su impacto económico ha sido heterogéneo entre los países. En este recuadro se describe cómo se han visto afectadas la actividad y la demanda en los países de la zona del euro desde el inicio de la pandemia y se ponen de relieve algunos elementos que pueden ayudar a explicar la evolución dispar de los países. También se señalan los riesgos asociados a la persistencia de las divergencias y el importante papel del programa *Next Generation EU* para reducirlas. Las diferencias entre los países de la zona del euro se refieren, entre otros aspectos, a la severidad de las medidas de contención adoptadas en respuesta a la intensidad variable de la crisis sanitaria, a las distintas composiciones sectoriales y estructuras económicas, y a la calidad de los marcos institucionales. Dado que el apoyo fiscal ha sido proporcional a la profundidad de la crisis sanitaria, las posiciones fiscales de los países de la zona del euro divergieron en 2020.

En el primer trimestre de 2021, el PIB real de la zona del euro se situó un 4,9 % por debajo del nivel previo a la pandemia, tras registrar un descenso del 6,5 % en 2020. En los países de la zona, la comparación con los niveles prepandémicos oscila entre el +13,2 % (Irlanda) y el -9,3 % (España). Aunque la recesión más profunda se produjo en 2020, el nivel del PIB real en el primer trimestre de 2021 aún seguía siendo muy inferior al previo a la pandemia en todos los países, excepto en Estonia (3,4 %), Irlanda (13,2 %), Lituania (1,1 %) y Luxemburgo (3,2 %) (gráfico A)¹. En cambio, España, Italia, Malta, Austria y Portugal registraron la caída más acusada del PIB real, y los mayores retrocesos correspondieron a Portugal y España (9,1 % y 9,3 %, respectivamente). Estos países se vieron muy afectados por las prohibiciones de viajes internacionales, dada la particular relevancia del sector turístico para su actividad agregada².

Aunque la recesión inducida por la pandemia estuvo determinada principalmente por el consumo, la importancia relativa de la contribución de los componentes de la demanda al crecimiento fue muy diferente de un país a otro. En la mayoría de los países, la contribución más negativa a la recesión procedió del mayor componente de la demanda, el retroceso del consumo privado. Este retroceso se produjo en un contexto de reducción significativa de las oportunidades de gasto para los hogares y de incertidumbre, lo que propició un aumento del ahorro por motivos de precaución (véase gráfico A)³. En particular, en Alemania, Bélgica y Países Bajos, el descenso del PIB real

¹ El fuerte crecimiento de Irlanda refleja, sobre todo, la evolución de los sectores en los que predominan las multinacionales extranjeras.

² Para información detallada sobre el impacto de las restricciones a los desplazamientos, véase «El impacto de las medidas de confinamiento por el COVID-19 sobre el comercio de servicios de turismo y viajes», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

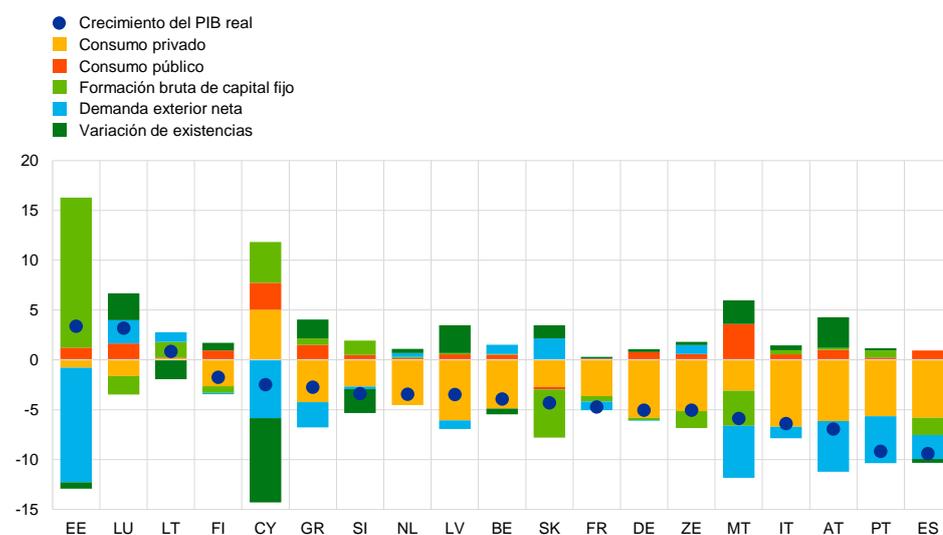
³ Para información detallada sobre la estimación del ahorro forzoso (involuntario) frente al ahorro por motivo de precaución, véase «El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

fue atribuible íntegramente al consumo privado, lo que puso de manifiesto la resistencia de su sector exterior por la composición menos vulnerable de sus exportaciones. Los componentes más volátiles del PIB —la inversión total y la demanda exterior neta—, aunque menos importantes en cuanto a su tamaño relativo, amplificaron la heterogeneidad entre países, favoreciendo el avance del PIB en algunos y reprimiéndolo en otros.

Gráfico A

Descomposición de la variación del PIB real entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2021, por componentes de la demanda

(porcentajes, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: Irlanda no se muestra en el gráfico porque el crecimiento del PIB real y los componentes de la demanda interna de este país se vieron muy distorsionados por las actividades de las multinacionales. En Estonia, las contribuciones al crecimiento excepcionalmente elevadas y con signo contrario del avance de la inversión total y de la demanda exterior neta fueron atribuibles a una operación importante de una empresa automovilística internacional que invirtió en *software* nuevo en ese país. La operación se contabilizó simultáneamente como inversión en bienes de equipo y como importaciones, y no tuvo ningún impacto en el PIB.

La severidad de las medidas de contención necesarias para combatir la crisis sanitaria varió considerablemente de un país a otro y a lo largo del tiempo.

El diseño de estas medidas, así como su evolución en el tiempo recogida en el índice de severidad de Oxford (OSI, por sus siglas en inglés), dependieron fundamentalmente del desarrollo de la pandemia en cada país. El panel a del gráfico B muestra la evolución del valor promedio del OSI en la zona del euro y el rango que abarcan los países de la zona del euro desde la irrupción de la pandemia en el primer trimestre de 2020. El 12 de marzo de 2020, todos los países de la zona habían introducido medidas de contención, siendo Italia el primero en reaccionar y Estonia el último. Durante el período de la pandemia persistió una brecha importante entre el país con las restricciones más severas y el país con las más laxas, lo que contribuyó al aumento de la heterogeneidad de la evolución económica entre países⁴.

⁴ En la zona del euro, la diferencia del OSI entre países se situó, en promedio, en un rango de 40 puntos (con un máximo de 93 puntos en abril de 2020) entre el valor del país con menor severidad y el de mayor severidad, con una desviación típica de alrededor de 10 durante todo el período.

Las medidas de confinamiento tuvieron un impacto heterogéneo entre los países y en el tiempo, que en gran parte dependió de la composición sectorial. Finlandia, Estonia, Lituania y Letonia aplicaron las medidas menos estrictas durante todo el período de la pandemia, mientras que las implementadas en Italia, España y Portugal fueron relativamente severas. Aunque el nivel de severidad de las medidas de contención fue similar en los diferentes sectores durante el primer confinamiento, al comienzo de la primera ola en marzo de 2020, en la segunda —que se inició en octubre de 2020— se dirigió más a sectores concretos y varió de forma más acusada entre países. Las medidas de contención más específicas tuvieron más en cuenta la composición sectorial de la economía. El peso de los servicios que requieren interacción social puede contribuir a explicar la heterogeneidad del impacto económico de determinadas medidas de contención (panel b del gráfico B)⁵. La composición sectorial es solo uno de los diversos determinantes estructurales del crecimiento del producto potencial (como la calidad de las instituciones, la regulación de los mercados laboral y de productos, y los vínculos comerciales). Estos factores, que ayudaron a explicar las diferencias entre países en el potencial de crecimiento y en el ritmo de recuperación ante perturbaciones comunes en las últimas décadas, también pueden ser relevantes en esta pandemia⁶.

⁵ Para un análisis detallado, véase «[El impacto de las medidas de contención en distintos sectores y países durante la pandemia de COVID-19](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

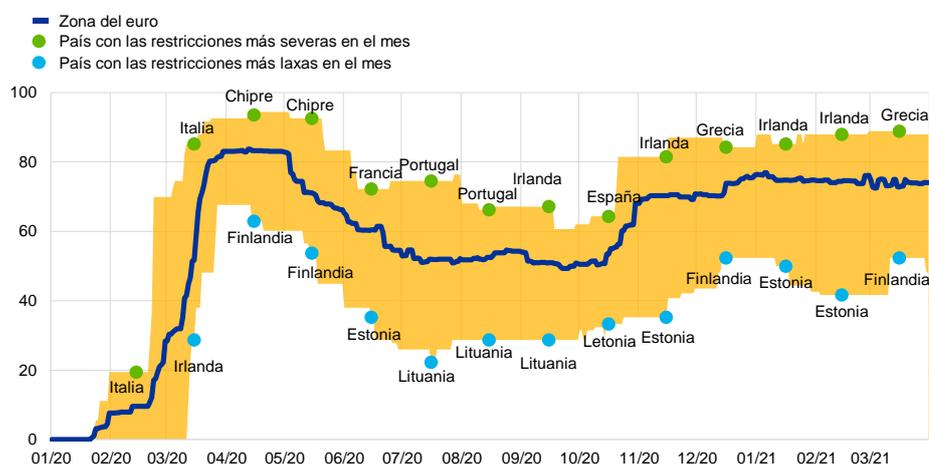
⁶ Véase D. Sondermann, «[Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures](#)», *Working Paper Series*, BCE, n.º 1984, noviembre de 2016.

Gráfico B

Comparación por países de las medidas de contención y de las estructuras económicas

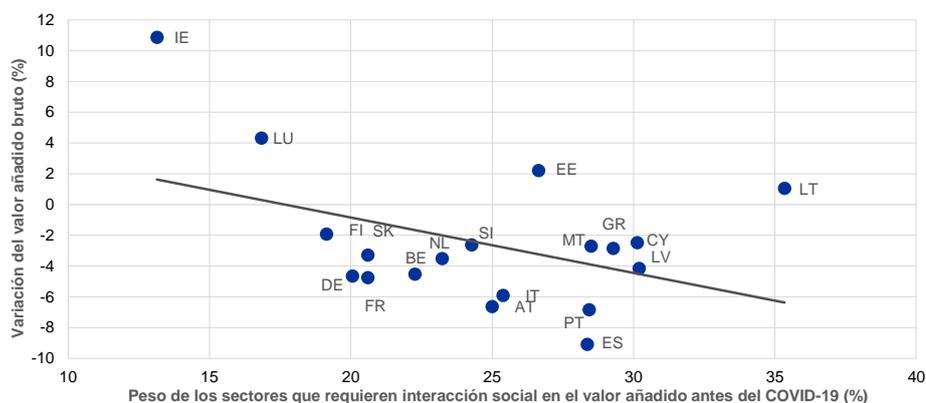
a) Evolución del índice de severidad de Oxford en los países de la zona del euro

(índice)



b) Peso de los sectores de servicios que requieren interacción social y variación del valor añadido durante la crisis del COVID-19

(porcentajes, tasas de variación)



Fuentes: Oxford Government Response Tracker, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, el índice de severidad de Oxford relativo al COVID-19 es un indicador sintético basado en nueve tipos de respuesta —que incluyen cierres de centros educativos, de trabajo y restricciones a los desplazamientos— reescalado a un valor comprendido entre 0 y 100 (100 = mayor grado de severidad). Para la zona del euro, el índice corresponde a la media ponderada por el PIB del índice de severidad de todos los países de la zona. La última observación corresponde al 31 de marzo de 2021. En el panel b, la variación del valor añadido bruto se refiere a la variación acumulada entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2021. Entre los sectores que requieren interacción social se incluyen el comercio minorista, transporte, servicios de alojamiento, restauración, actividades artísticas, recreativas, de entretenimiento y otras actividades. El peso de estos sectores en el valor añadido antes del COVID-19 se ha calculado como la media del peso porcentual trimestral de 2019.

El impacto de la crisis se vio amortiguado por el sustancial apoyo fiscal proporcionado por todos los Gobiernos de la zona del euro que, si bien fue similar en términos de su composición, se diferenció bastante en cuanto a su magnitud⁷. Gracias al rápido y decisivo apoyo prestado en la primera fase de la

⁷ Este recuadro se refiere principalmente al apoyo fiscal con impacto en el saldo presupuestario. Sin embargo, aunque algunas de las medidas de apoyo, como los avales públicos y otros pasivos contingentes, no tuvieron un impacto inmediato en las finanzas públicas, proporcionaron un respaldo importante para facilitar el acceso de las empresas a la financiación externa y preservar las estructuras de la economía anteriores a la crisis.

pandemia, los Gobiernos nacionales abordaron y mitigaron las consecuencias sanitarias y económicas inmediatas de la crisis⁸. Los paquetes de emergencia aprobados en 2020 fueron similares, en general, en los distintos países en lo que se refiere a las medidas adoptadas, y las cuantías más elevadas se destinaron a programas de mantenimiento del empleo, a brindar apoyo de liquidez a las empresas⁹ —como los avales públicos¹⁰, las moratorias de impuestos y las subvenciones—, así como a las actuaciones para hacer frente a la emergencia sanitaria. Sin embargo, la magnitud total del respaldo fiscal difirió de forma considerable de un país a otro. En Grecia y Malta, el impulso fiscal en 2020 —medido por la variación del saldo presupuestario, excluidos los pagos por intereses, que refleja la respuesta automática del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas al ciclo (estabilizadores automáticos) y las medidas fiscales discrecionales— ascendió a más del 10 % del PIB anterior a la crisis, mientras que en Estonia, Letonia y Finlandia, que se han visto relativamente menos afectados por la crisis sanitaria, se cifró en alrededor del 4 %.

En general, el impulso fiscal ha tendido a ser proporcional a las pérdidas de PIB. Entre los países de la zona del euro, la variación del saldo presupuestario, excluidos los pagos por intereses, ha tendido a ser mayor en aquellos que experimentaron una caída más acusada del PIB (panel a del gráfico C). Al mismo tiempo, varios países en los que el impulso fiscal en 2020 —y, por consiguiente, el impacto en los déficits presupuestarios— fue más pronunciado, también se adentraron en la pandemia con niveles de deuda más elevados (panel b del gráfico C). Esto aumentó aún más la heterogeneidad de las posiciones fiscales en 2020 en comparación con el período precrisis.

⁸ Para una descripción general, véase «[The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

⁹ Véase «[El impacto de las medidas de apoyo fiscal en las necesidades de liquidez de las empresas durante la pandemia](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021.

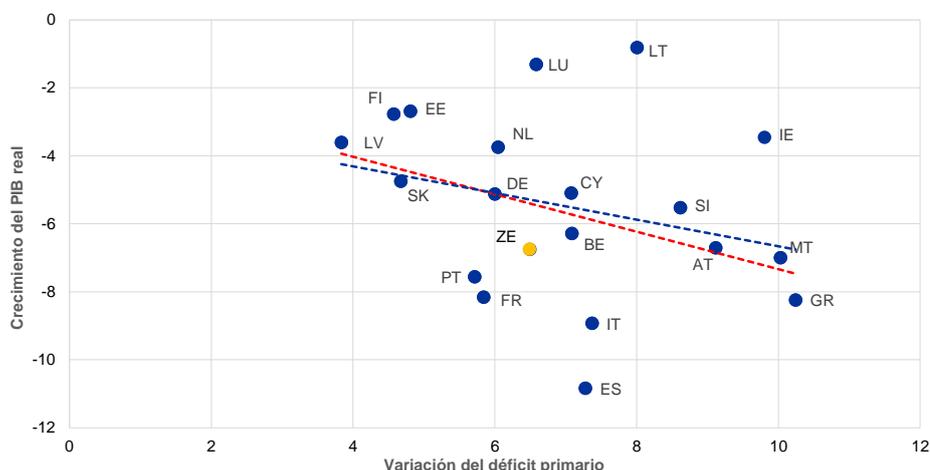
¹⁰ Véase «[The role of government for the non-financial corporate sector during the COVID-19 crisis](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

Gráfico C

Impulso fiscal frente a la caída del PIB real en 2020 (panel a) y deuda sobre PIB en 2019 (panel b)*

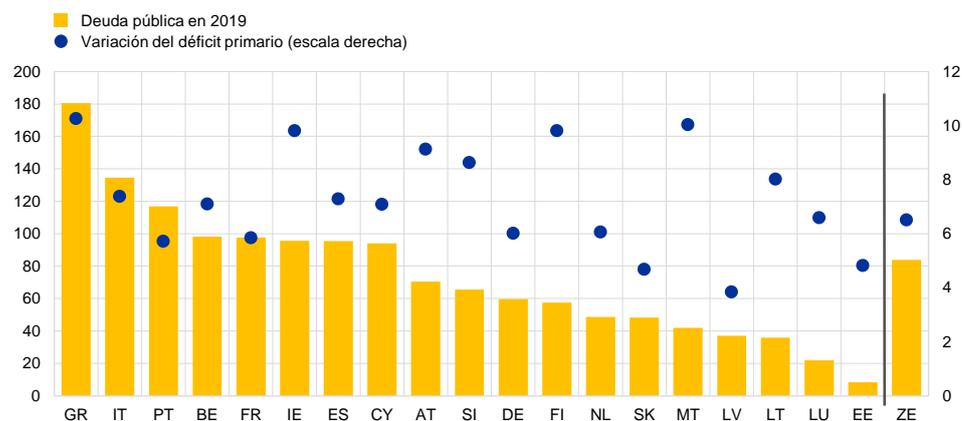
a) Impulso fiscal frente a la caída del PIB real en 2020

(tasas de variación del PIB real; variación del déficit primario en porcentaje del PIB de 2019)



b) Deuda sobre PIB en 2019

(nivel de deuda en porcentaje del PIB; variación del saldo primario en porcentaje del PIB de 2019)



Fuentes: Eurostat, proyecciones macroeconómicas de los expertos del SEBC de junio de 2021, Central Statistics Office y cálculos del BCE.

Notas: El impulso fiscal se mide como la variación del déficit primario en 2020 en porcentaje del PIB de 2019.

En el caso de Irlanda se utiliza la renta nacional bruta (RNB) modificada a precios de mercado constantes en lugar del PIB real, y la deuda pública y la variación del déficit primario se expresan en porcentaje de la RNB* de 2019. La línea roja representa la línea de tendencia excluyendo a Irlanda. En Alemania, la cifra de déficit primario de 2020 se ha actualizado tras las notificaciones del PDE, lo que también afecta al agregado de la zona del euro para ese año.

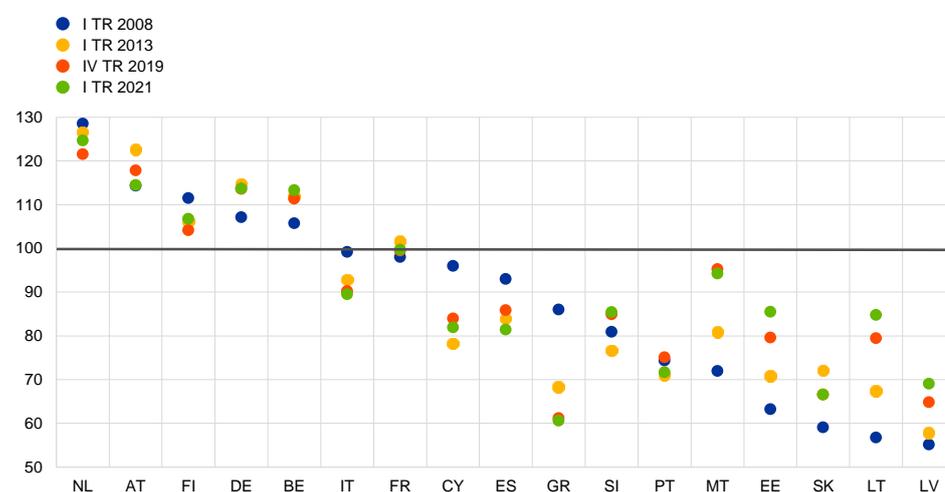
La crisis del COVID-19 ha interrumpido, al menos de forma transitoria, el proceso de convergencia de los niveles de vida entre los países que se produjo desde la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana de la zona del euro. El gráfico D muestra la posición de los países en relación con la media del PIB per cápita de la zona del euro en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA), una medida utilizada habitualmente para comparar los niveles de vida. La crisis financiera global y la crisis de deuda soberana de la zona del euro dieron lugar a divergencias considerables entre países, acumuladas entre el primer trimestre de 2008 y el mismo trimestre de 2013, seguidas de un proceso de convergencia. La perturbación del COVID-19 ha generado nuevas divergencias,

aunque en general menores, afectando con más intensidad a los países que se sitúan por debajo de la media de la zona del euro en términos de renta per cápita que a aquellos que la superan. En Alemania, Países Bajos y los demás países situados por encima de la media de la zona —excepto Austria—, el nivel de vida se ha deteriorado en menor o igual medida que la media, mientras que en los países que se encuentran por debajo, es decir, Grecia, Italia, España y Portugal, el deterioro ha sido mayor. En cambio, los países que se incorporaron a la zona del euro entre 2007 y 2015¹¹, con la excepción de Chipre y Malta, han continuado avanzando en su proceso de convergencia hacia la media de la zona pese a la pandemia de COVID-19.

Gráfico D

PIB per cápita en términos de paridad del poder adquisitivo con respecto a la media de la zona del euro en distintos momentos del tiempo

(índice, zona del euro = 100)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat, Banco Mundial y cálculos del BCE.

Notas: Los períodos corresponden a los niveles máximos y mínimos del PIB per cápita de la zona del euro durante la crisis financiera global, la crisis de deuda soberana y la pandemia de COVID-19, respectivamente. Irlanda y Luxemburgo son valores atípicos y no se muestran en el gráfico. Los países están ordenados en función del valor del índice en el primer trimestre de 2008.

Aunque la reacción extraordinaria de las autoridades ha contenido el impacto económico de la pandemia, el riesgo de secuelas en los países más afectados sigue siendo elevado. Dada la importancia de los factores estructurales para explicar el aumento de la heterogeneidad, el impacto inicial de la perturbación provocada por la pandemia puede generar divergencias de crecimiento más duraderas en el futuro. Estas podrían deberse, por ejemplo, a las diferencias entre los países en el ritmo de reasignación sectorial y en el margen de maniobra fiscal.

Se espera que el programa *Next Generation EU* contribuya a reducir el aumento de las divergencias económicas en la zona del euro. Este programa tiene como objetivo mejorar los fundamentos estructurales de las economías y promover una recuperación más inclusiva. Este objetivo se sustenta, entre otras cosas, en una distribución de los fondos de recuperación y resiliencia que favorece

¹¹ Estonia, Chipre, Malta, Letonia, Lituania, Eslovenia y Eslovaquia.

a los países que han sufrido las mayores pérdidas económicas como consecuencia de la pandemia¹².

¹² [European Commission's proposal for a regulation establishing a Recovery and Resilience Facility \(RRF\)](#) y conclusiones del Consejo Europeo del 21 de julio de 2020.

COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: actualización

Maarten Dossche, Georgi Krustev y Stylianos Zlatanos

En este recuadro se analiza el aumento del ahorro de los hogares de la zona del euro desde el inicio de la crisis del coronavirus (COVID-19). Se proporciona una actualización de un análisis anterior de los determinantes del acusado aumento del ahorro observado recientemente y sus implicaciones para el ajuste del ahorro y la recuperación del consumo privado cuando la pandemia esté bajo control¹. Como la pandemia ha afectado a la actividad económica de la zona del euro sobre todo a través de las restricciones impuestas a varios tipos de consumo, la naturaleza de la recuperación de este componente de la demanda estará determinada, en gran parte, por la velocidad de recuperación de la actividad económica en general.

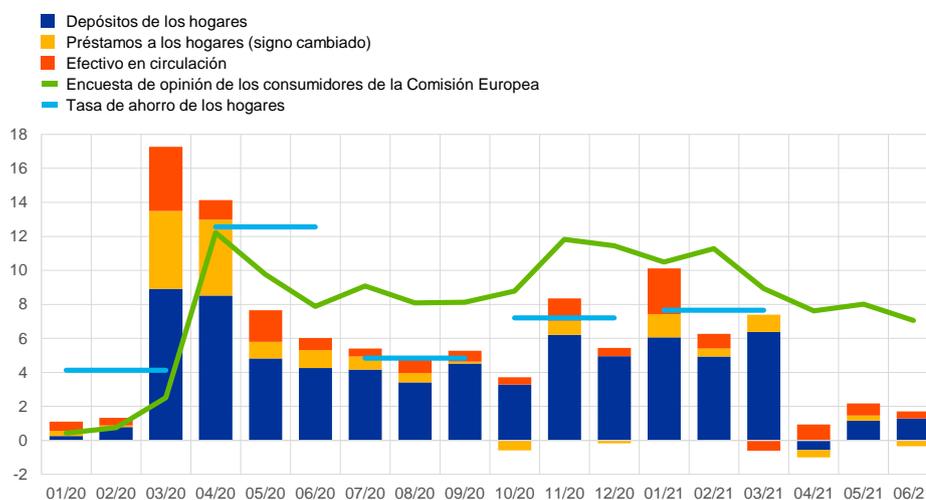
La propensión al ahorro de los hogares de la zona del euro se ha situado en cotas muy elevadas desde principios de 2020. La tasa de ahorro de este sector, obtenida de las cuentas sectoriales de la zona del euro (véase gráfico A), aumentó de manera muy acusada en la primera mitad de 2020. Desde entonces ha fluctuado en torno a un nivel mucho más elevado que antes de la pandemia, reflejo, en gran medida, de la caída del consumo inducida por esta. Las cuentas sectoriales se publican con un desfase de unos tres meses, por lo que indicadores más actualizados, como la información mensual sobre los depósitos y préstamos bancarios de los hogares, han desempeñado un papel importante porque han proporcionado información más adelantada para analizar la dinámica del ahorro. Estos indicadores muestran que una parte sustancial del ahorro adicional de las familias se acumuló en forma de depósitos bancarios y de menor endeudamiento. La información procedente de la encuesta de opinión de los consumidores que elabora la Comisión Europea sobre las intenciones de ahorro de los hogares en los próximos doce meses también ha demostrado ser de utilidad para evaluar la evolución en curso de esta variable. Aunque estos indicadores ofrecen información de avance sobre la magnitud de las fluctuaciones, para un análisis profundo de los factores determinantes de esta evolución es necesario utilizar la información más detallada que proporcionan las cuentas sectoriales y nacionales.

¹ Véase el recuadro titulado «COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

Gráfico A

Indicadores del ahorro de los hogares

(variación con respecto a diciembre de 2019/IV TR 2019, puntos porcentuales de la renta disponible y puntos porcentuales)



Fuentes: DG-ECFIN de la Comisión Europea, Eurostat, BCE y cálculos de los autores.

Notas: Los depósitos y préstamos de los hogares se refieren a flujos netos. Los préstamos a los hogares se presentan con signo cambiado. La contribución de los flujos de efectivo se considera un límite superior, dado que no se dispone de un desglose mensual por sector tenedor. La última observación corresponde al primer trimestre de 2021 (tasa de ahorro de los hogares) y a junio de 2021 (resto de series). Datos desestacionalizados.

El aumento del ahorro refleja principalmente el menor consumo, ya que las transferencias fiscales han estabilizado las rentas de los hogares. El panel a del gráfico B muestra cómo el acusado incremento del ahorro de este sector obedece, sobre todo, al retroceso del consumo. La renta agregada de las familias ha estado protegida frente a la contracción de la actividad económica en gran parte gracias a las cuantiosas transferencias fiscales. Esta dinámica es muy distinta de la evolución registrada durante las dos recesiones anteriores que han tenido lugar en la zona del euro, en las que la renta disponible real cayó de manera sustancial, pese a que la disminución de la remuneración de los asalariados fue mucho más moderada. Al mismo tiempo, la renta disponible real de la zona del euro no ha aumentado durante la actual crisis, a diferencia de otras economías avanzadas en las que las transferencias fiscales han proporcionado un impulso adicional a la renta disponible de los hogares (para más detalles, véase el recuadro 1 de este Boletín Económico). Ello se debe a que el apoyo prestado a las rentas en la zona del euro (por ejemplo, los programas de regulación temporal de empleo) ha sido más focalizado, y ha estado orientado en gran medida a los hogares que han experimentado una reducción efectiva de las horas trabajadas y, por tanto, de las rentas del trabajo².

² Véase el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

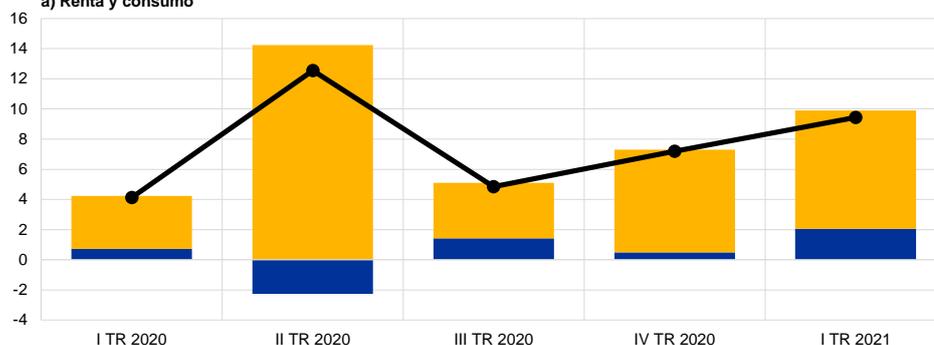
Gráfico B

Tasa de ahorro de los hogares: tres descomposiciones

(paneles a y b: variación con respecto al IV TR 2019, panel c: variación con respecto al trimestre correspondiente de 2019; puntos porcentuales de la renta disponible y contribuciones en puntos porcentuales)

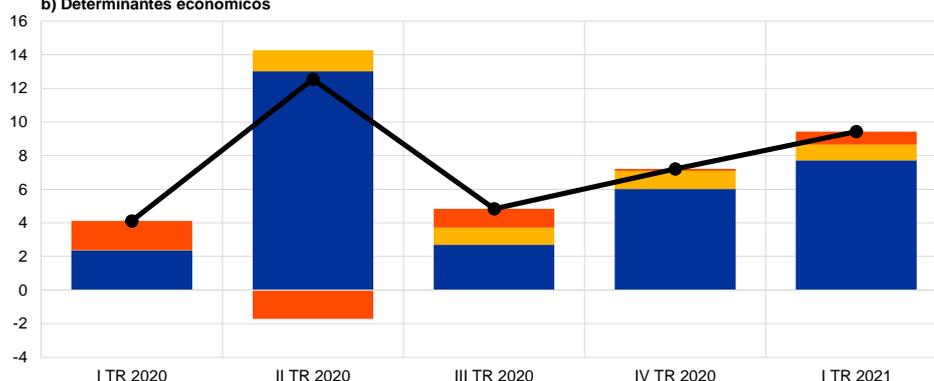
- Renta
- Consumo (signo cambiado)
- Ahorro de los hogares

a) Renta y consumo



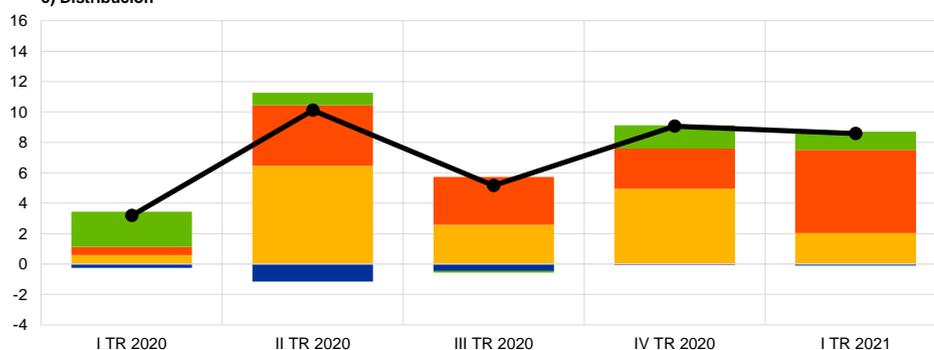
- Residuo (ahorro forzoso)
- Ahorro precautorio
- Efectos de otras variables de control
- Ahorro de los hogares

b) Determinantes económicos



- Inversión no financiera
- Activos financieros líquidos
- Activos financieros no líquidos
- Pasivos financieros (signo cambiado)
- Ahorro de los hogares

c) Distribución



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: En los paneles a y b se utilizan datos desestacionalizados y se muestra la variación de la tasa de ahorro con respecto al cuarto trimestre de 2019; en el panel c se emplean datos sin desestacionalizar y se muestra la variación de la tasa de ahorro con respecto al trimestre correspondiente de 2019. La tasa de ahorro del panel c difiere ligeramente de la que se presenta en los paneles a y b, debido a discrepancias estadísticas entre las cuentas no financieras y las cuentas financieras, así como a que el trimestre de referencia es distinto como consecuencia del uso de datos sin desestacionalizar.

El aumento del ahorro de los hogares ha sido, en gran medida, involuntario. La descomposición que se presenta en el panel b del gráfico B sugiere que la mayor parte del ahorro adicional fue involuntario. Como consecuencia de las restricciones impuestas por los Gobiernos y del miedo al contagio, en la práctica muchos tipos de consumo no estuvieron disponibles (como visitas a restaurantes, conciertos y viajes), lo que generó un ahorro involuntario o «forzoso». El ahorro precautorio también ha desempeñado un papel importante, aunque más limitado. Los programas de regulación temporal de empleo no solo compensaron de forma inmediata la pérdida de rentas del trabajo, sino que también contribuyeron a conservar puestos de trabajo existentes. Asimismo, la naturaleza de estas transferencias fiscales parece haber ayudado a contener el riesgo de que se produzcan pérdidas de renta en el futuro y, por tanto, la necesidad de ahorrar por motivo de precaución, aunque este efecto es difícil de cuantificar³.

Una proporción significativa del aumento del ahorro se ha mantenido en activos líquidos. El panel c del gráfico B muestra que aproximadamente la mitad del incremento del ahorro de los hogares se ha canalizado a través de activos financieros líquidos (esto es, efectivo y depósitos bancarios). Por este motivo, la evolución reciente de la tasa de ahorro queda bastante bien reflejada en las variaciones de los flujos de depósitos de este sector (véase gráfico A). Al mismo tiempo, debe señalarse que los hogares han invertido gran parte del ahorro adicional en activos menos líquidos, como acciones y participaciones y fondos de inversión, o lo han destinado a reducir su endeudamiento. Con todo, como una proporción elevada de este ahorro se ha acumulado en forma de activos líquidos, debido a la contracción involuntaria del consumo y a una renta (agregada) de los hogares estable, en líneas generales, se plantea la cuestión de la medida en que la reversión del exceso de ahorro acumulado (es decir, el volumen de ahorro por encima del nivel anterior a la pandemia) puede dar un impulso adicional (financiando la demanda embalsada) a la recuperación del consumo privado⁴. Esta cuestión se considera más adelante.

La caída del consumo refleja principalmente el retroceso del gasto en servicios de consumo. En comparación con recesiones anteriores, la caída del gasto en servicios desempeñó un papel mucho más destacado a la hora de explicar la caída del consumo durante la primera ola de la pandemia y las olas posteriores (véase gráfico C). Ello se debió a las características distintivas de la pandemia,

³ Véase C. Bayer, B. Born, R. Luetticke y G. Mueller (2020), «The Coronavirus Stimulus Package: How large is the transfer multiplier?», *CEPR Discussion Paper*, n.º 14600.

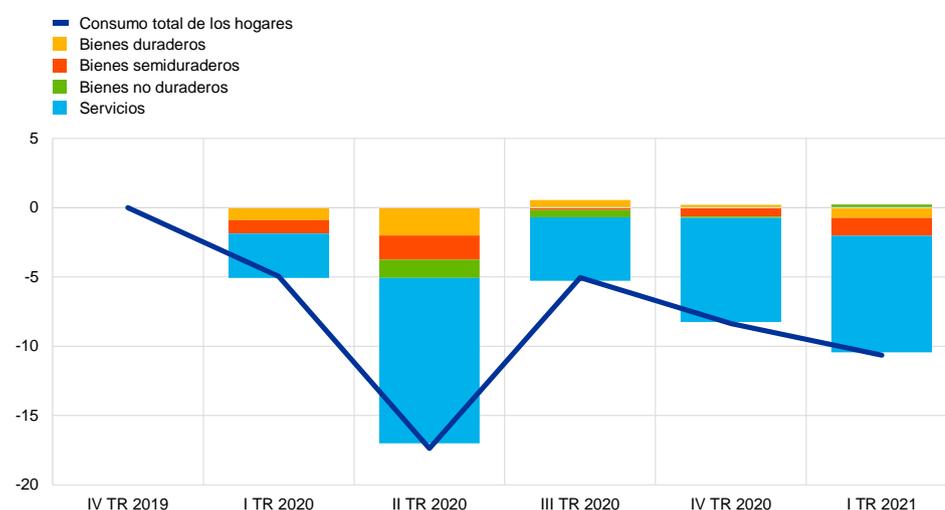
⁴ El exceso de ahorro puede cuantificarse como el volumen de ahorro de los hogares durante la pandemia que excedió una senda contrafactual en ausencia de pandemia de COVID-19. Utilizando la senda de la tasa de ahorro obtenida de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019 como senda contrafactual, se estima que el exceso de ahorro acumulado ascendió a 540 mm de euros en el primer trimestre de 2021, o el 7,4 % de la renta disponible anual en 2019 (véase el recuadro titulado «Evolución de la tasa de ahorro de los hogares e implicaciones para las perspectivas económicas de la zona del euro» en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021). Bilbiie *et al.* (2021) utilizan el nivel de la tasa de ahorro anterior a la pandemia como un contrafactual (véase F. Bilbiie, G. Eggertsson y G. Primiceri (2021), «US “excess savings” are not excessive», *VoxEU*, 1 de marzo). Distintos supuestos plausibles sobre la evolución contrafactual del ahorro de las familias en ausencia de pandemia dan como resultado diferencias relativamente reducidas en el importe estimado del exceso de ahorro.

entre ellas la imposición de medidas de distanciamiento social. Cuando los confinamientos se relajaron de forma temporal en el tercer trimestre de 2020, el gasto en bienes duraderos repuntó hasta situarse en los niveles anteriores a la pandemia, pero la recuperación de los servicios siguió siendo limitada. Como el desplome del consumo durante la pandemia estuvo encabezado por los servicios, el margen para que se produzcan efectos de demanda embalsada cuando se resuelva la crisis sanitaria es menor⁵. Aunque la recuperación continúa dependiendo en gran medida del repunte de los servicios, que son menos propensos a generar estos efectos, esto podría compensarse, hasta cierto punto, con la sustitución de este gasto por bienes duraderos⁶.

Gráfico C

Evolución del consumo privado en la zona del euro

(variación con respecto al IV TR 2019; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: La última observación corresponde al primer trimestre de 2021. Datos deflactados y desestacionalizados.

La acumulación de ahorro durante la pandemia se ha concentrado en los hogares de más edad y con rentas más altas. El gráfico D sugiere que el ahorro aumentó sobre todo entre los hogares de más edad y con rentas más altas, lo que está en

⁵ Véase M. Beraja y C. Wolf (2021), «Demand Composition and the Strength of Recoveries», Massachusetts Institute of Technology, *mimeo*. Aunque el concepto de demanda embalsada a menudo se utiliza en el contexto de los bienes duraderos, tales efectos también podrían observarse en el gasto en servicios. Por ejemplo, podría haber servicios «memorables» relacionados con el turismo y los viajes que podrían provocar la materialización de una pronunciada demanda latente – véase R. Hai, D. Krueger y A. Postlewaite (2020), «On the welfare cost of consumption fluctuations in the presence of memorable goods», *Quantitative Economics*, Econometric Society, 11(4), 1177-1214.

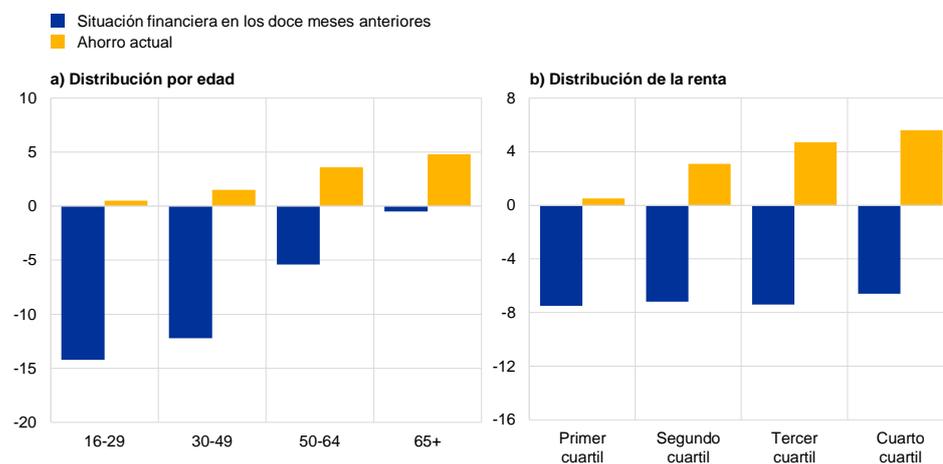
⁶ El repunte del consumo de bienes duraderos en el tercer trimestre de 2020 podría haberse debido, en parte, a factores transitorios. Por ejemplo, el gasto en este tipo de bienes podría haberse visto favorecido por compras de dispositivos para adaptarse al teletrabajo en un entorno doméstico. Además, es probable que la reducción temporal del IVA en Alemania en la segunda mitad de 2020 contribuyera a que se adelantaran las adquisiciones de bienes duraderos, como pone de manifiesto la renovada debilidad del consumo de estos bienes una vez finalizada dicha reducción en el primer semestre de 2021 – véase M. Clemens y W. Röger (2021), «Temporary VAT reduction during the lockdown», *DIW Discussion Paper*, n.º 1944.

consonancia con las conclusiones de varios estudios⁷. En primer lugar, en general, ambos grupos de hogares estuvieron menos expuestos a pérdidas de las rentas del trabajo, ya que están inactivos o trabajan en sectores con menor exposición a los efectos de las medidas de distanciamiento social⁸. En segundo lugar, en su cesta de consumo pesan más los servicios cuyo consumo ha disminuido como consecuencia de dichas medidas⁹. Como estos tipos de hogares suelen tener menos restricciones de liquidez (o presentan una propensión marginal al consumo más baja), cabe esperar que la traslación de este ahorro adicional al consumo sea relativamente limitada. Además, con arreglo a la equivalencia ricardiana, es posible que también estén más preocupados por futuras subidas de impuestos para compensar el reciente aumento de la deuda pública.

Gráfico D

Situación financiera y ahorro de los hogares: distribución por edad y distribución de la renta

(variación del saldo neto – diciembre de 2019-abril de 2021)



Fuentes: DG-ECFIN de la Comisión Europea y cálculos de los autores.

Notas: La revisión de la situación financiera de los hogares y de su capacidad de ahorro se aproxima por la variación de los saldos netos entre diciembre de 2019 y abril de 2021. La última observación corresponde a abril 2021, con el fin de incluir el período de aumento del ahorro (cf. gráfico A). Datos desestacionalizados.

Los indicadores de opinión sugieren que el consumo privado no aumentará de forma acusada inmediatamente.

Según la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea (véase gráfico E), los hogares esperan que en los próximos doce meses su gasto en compras importantes (como mobiliario, dispositivos eléctricos/electrónicos, etc.) sea similar al de principios de 2020. También indicaron que su intención de adquirir un vehículo en los próximos doce meses sigue siendo menor que antes del COVID-19. Aunque es posible que algunas

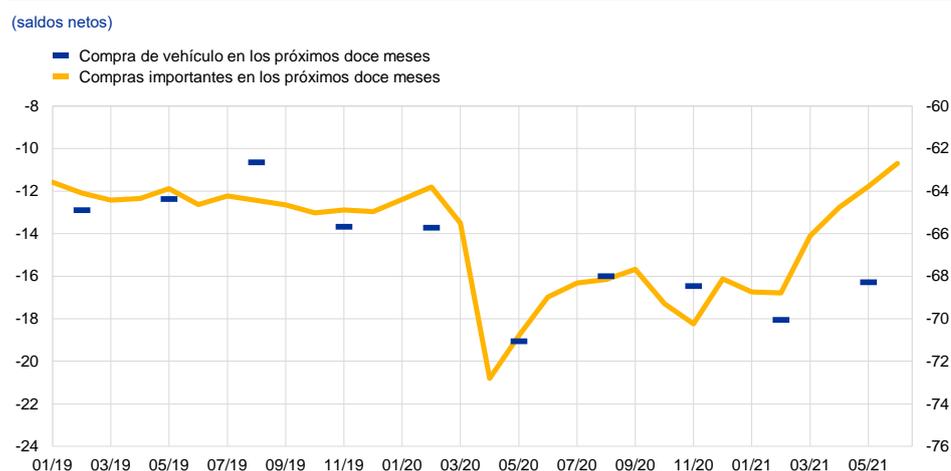
⁷ Véanse D. Bounie, Y. Camara, E. Fize, J. Galbraith, C. Landais, C. Lavest, T. Pazem y B. Savatier (2020), «Consumption Dynamics in the COVID Crisis: Real Time Insights from French Data», London School of Economics, *mimeo*; S. Hacioglu, D. Känzig y P. Surico (2021), «The distributional impact of the pandemic», *CEPR Discussion Paper*, n.º 15101, y R. Friz y F. Morice (2021), «Will consumers save the EU recovery? – Insights from the Commission's consumer survey», *SUERF Policy Note*, n.º 237, mayo.

⁸ La evolución de la situación financiera de los hogares a lo largo de la distribución de la renta fue similar, ya que el apoyo a las rentas estuvo dirigido principalmente a los hogares con rentas más bajas que han estado más expuestos a los sectores que tuvieron que reducir su actividad.

⁹ Véase el recuadro titulado «COVID-19 and income inequality in the euro area» del artículo «Monetary policy and inequality», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

categorías de gasto se estén beneficiando de una demanda excepcionalmente elevada, los indicadores de opinión no señalan que en el próximo año el consumo privado se verá impulsado con fuerza por una amplia demanda embalsada financiada por el exceso de ahorro acumulado durante la pandemia.

Gráfico E Expectativas de gasto de los hogares



Fuente: DG-ECFIN de la Comisión Europea.
Notas: La última observación corresponde a junio de 2021 (compras importantes) y el segundo trimestre de 2021 (compra de vehículo). Datos desestacionalizados.

La perturbación del COVID-19 ha dado lugar a un aumento acusado del ahorro de los hogares, pero sus determinantes no sugieren que proporcionará un fuerte impulso adicional al repunte esperado del consumo. La pandemia de COVID-19 ha provocado una perturbación económica que ha afectado de forma compleja al consumo privado y al ahorro de los hogares. Aunque diversos factores apuntan a que el exceso de ahorro acumulado podría ser reabsorbido con facilidad con fines de consumo, otros indican que puede que no sea tan sencillo. En general, la probabilidad de que se produzca una reabsorción inmediata de este exceso de ahorro acumulado para destinarlo a consumo en el futuro sigue siendo limitada¹⁰.

¹⁰ Para un análisis sobre la manera en que el ajuste de la tasa de ahorro y del exceso de ahorro acumulado incide en las perspectivas de la economía de la zona del euro, véase el recuadro 2 de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021.

5 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras

Catherine Elding, Friderike Kuik y Richard Morris

En este cuadro se resumen los resultados de los contactos entre el BCE y representantes de 63 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 28 de junio y el 7 de julio de 2021¹.

Los contactos señalaron un intenso crecimiento de la actividad en general, que se había visto influida principalmente por las restricciones de oferta y por la relajación de las medidas de contención de la pandemia de coronavirus (COVID-19). La relajación de las medidas propició una recuperación gradual y parcial en los sectores de servicios afectados, que también benefició a sus proveedores. Mientras tanto, en la industria, la demanda continuó aumentando o se mantuvo en niveles elevados, pero la producción fue ligeramente a la zaga, debido a la persistencia de restricciones de oferta.

Conforme las medidas de contención se relajaron, la actividad de los servicios pasó a ser el principal factor impulsor del crecimiento en el segundo trimestre, aunque la recuperación siguió siendo desigual. Los contactos procedentes de los sectores de turismo y viajes y hostelería o expuestos a estos sectores describieron una recuperación gradual — aunque todavía muy limitada— de la actividad durante el segundo trimestre. El comercio minorista señaló que las ventas aumentaron con intensidad cuando se reabrieron los establecimientos comerciales, pero en general continuaban considerando que la actividad se mantenía ligeramente por debajo de los niveles previos a la pandemia². Este fue el caso, en particular, de las ventas de productos de mayor calidad o de lujo, que solían beneficiarse del turismo internacional. La reapertura gradual de la hostelería y de las actividades de entretenimiento estaba sosteniendo el crecimiento en ramas de los servicios como medios de comunicación y publicidad, así como en los servicios de empleo. Mientras tanto, los contactos de los servicios que apenas se habían visto afectados o que se habían visto beneficiados por la pandemia (como telecomunicaciones, consultoría y servicios de información) indicaron, en general, un crecimiento pronunciado o estable de su actividad.

Los contactos del sector industrial señalaron que la demanda seguía siendo intensa, mientras que la escasez de materiales y componentes estaba limitando la producción. La escasez más acuciante continuó siendo la de semiconductores, que ya había afectado de manera significativa a la producción de

¹ Para más información sobre las características y la finalidad de estos contactos, véase el artículo titulado «[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

² Los contactos indicaron que la reapertura de los establecimientos comerciales dio lugar a un aumento considerable del gasto, pero, posteriormente, la afluencia de clientes tendió a estabilizarse por debajo de los niveles previos a la pandemia y que, en consecuencia, aunque los clientes que entraban en los comercios eran más proclives a gastar que antes de la pandemia, las ventas totales continuaban siendo inferiores a las de 2019.

vehículos de motor, pero que también se estaba notando cada vez más en otras ramas de la industria. Muchos contactos siguieron mencionando el desabastecimiento de diversos materiales y componentes, así como retrasos en la entrega de insumos, debido a los cuellos de botella en el transporte, en especial en el de contenedores. Aunque este mayor desabastecimiento de materiales y componentes afectó principalmente a los costes, la producción también se vio limitada hasta cierto punto. Esto, a su vez, hizo difícil valorar la fortaleza de la demanda final, ya que los clientes adelantaron sus compras anticipándose a las subidas de precios o realizaron más pedidos de los necesarios para asegurarse el aprovisionamiento. Por otra parte, en algunos casos, los plazos de entrega fueron tan dilatados que los clientes se mostraron reacios a efectuar pedidos. No obstante, apenas se observaron señales de una moderación generalizada de la demanda.

De cara al futuro, los contactos anticipaban que el crecimiento seguiría siendo intenso durante los meses de verano. Señalaron que el hecho de que las carteras de pedidos estuvieran llenas sostendría la actividad de la industria a lo largo del verano. Los contactos de los sectores de servicios también preveían la continuación del crecimiento, ya que suponían que las restricciones relacionadas con la pandemia continuarían relajándose. Sin embargo, la incertidumbre sobre las perspectivas aún era considerable, en especial para el otoño y el invierno, dado que estas dependerían de la evolución futura de la pandemia y, en particular, de la variante delta y de otras posibles variantes del COVID-19.

Las respuestas de los contactos señalaban un repunte de la evolución y de las perspectivas de empleo con respecto a rondas anteriores de la encuesta. Los contactos de los servicios de empleo indicaron un crecimiento pronunciado de las contrataciones, con los sectores tecnológico y logístico a la cabeza. Las contrataciones en la hostelería y en las actividades de ocio se estaban recuperando, pero continuaban en niveles reducidos. Tras un largo período de dificultades para cambiar de trabajo, se observó un aumento de la demanda de cambios de empleo y varios contactos hablaron de una «guerra por el talento». El mayor uso de la flexibilidad en la organización del trabajo amplió el número de candidatos disponibles para algunos puestos, pero penalizó a las empresas que necesitaban que los empleados trabajaran de forma presencial. Cuando los hoteles y los comercios reabrieron, en ocasiones fue difícil contratar personal, ya que muchos antiguos empleados se habían cambiado a sectores menos afectados por la pandemia.

Los contactos del sector industrial indicaron aumentos significativos de los precios de venta, mientras que la evolución de los precios en los servicios fue más moderada. Los precios de las materias primas y los costes de transporte —que se habían incrementado de forma considerable durante los trimestres anteriores— estaban repercutiendo cada vez más en los precios industriales. Los contactos describieron un entorno muy favorable para trasladar las subidas de los costes a los clientes, que se centraron en asegurarse el suministro más que en negociar precios. Algunos contactos en las fases iniciales de la cadena de producción señalaron un aumento de los márgenes, mientras que la transmisión fue, en general, menos completa en aquellos situados al final de la cadena. En el futuro,

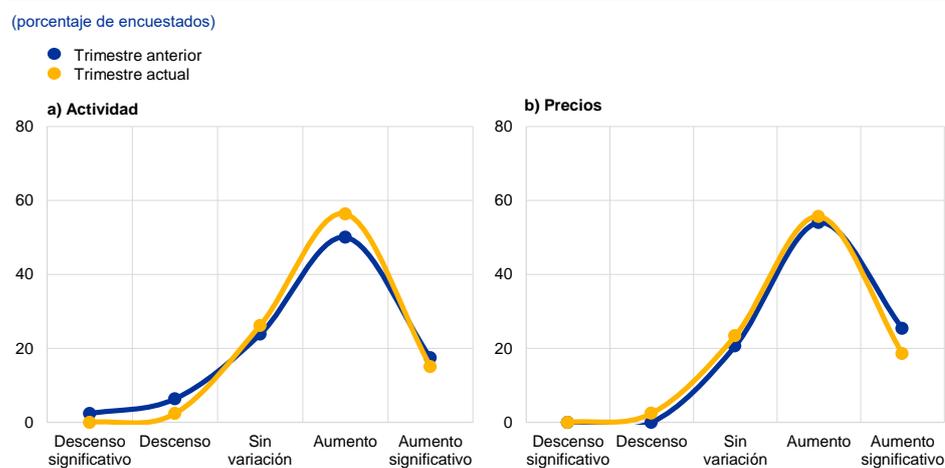
la mayor parte de los contactos del sector industrial esperaban que los precios de las materias primas más relevantes se estabilizaran o se redujeran gradualmente, pero que la traslación a los precios de venta continuara durante algunos trimestres, y la mayoría preveía cierto grado de transmisión a los precios finales de consumo. Los contactos del sector de servicios consideraban que las perspectivas relativas a los precios de venta eran más estables.

Aunque los precios de los bienes intermedios industriales eran considerablemente más altos, la situación mejoraría con el tiempo, y las perspectivas salariales seguirían siendo moderadas.

La mayoría de los contactos afirmaron que las inversiones en capacidad reequilibrarían la oferta y la demanda de manera gradual en el sector industrial, de modo que, aunque cabía la posibilidad de que las inusuales presiones de costes continuaran durante algunos trimestres, en última instancia serían transitorias. En cambio, los costes asociados a la regulación y a la inversión necesarias para acometer la descarbonización ejercerían presiones de costes más persistentes a largo plazo. Algunos contactos anticipaban un repunte de la inflación salarial en las próximas negociaciones salariales, habida cuenta de los mayores precios de consumo actuales y de la recuperación de los beneficios en sus sectores. Con todo, en general esperaban que este repunte fuera moderado.

Gráfico A

Resumen de las opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad y los precios



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones correspondientes al trimestre anterior reflejan la valoración de los expertos del BCE de las opiniones de los contactos sobre la evolución de la actividad (ventas, producción y pedidos) y de los precios en el segundo trimestre de 2021. Las puntuaciones relativas al trimestre actual reflejan la valoración de las afirmaciones de los contactos sobre las perspectivas relativas a la actividad y los precios en el tercer trimestre de 2021.

6 El papel de la evolución sectorial en el crecimiento de los salarios en la zona del euro desde el inicio de la pandemia

Gerrit Koester y Eduardo Gonçalves

Las consecuencias económicas de la pandemia y las medidas de respuesta de las autoridades plantean retos al interpretar la evolución de los salarios.

El crecimiento agregado de los salarios se analiza sobre todo en términos de la remuneración por asalariado o por hora trabajada¹. La pandemia de coronavirus (COVID-19) ha dado lugar a una divergencia sustancial entre ambos indicadores. El elevado número de trabajadores sujetos a programas de mantenimiento del empleo ha sido un factor decisivo en esta evolución, en particular por sus implicaciones para las horas trabajadas por empleado. Estos programas suelen reducir la remuneración por asalariado, ya que los trabajadores generalmente conservan su empleo, pero, en la mayoría de los países, afrontan recortes salariales cuando se acogen a ellos. Además, las prestaciones asociadas a estos programas no se incluyen en las estadísticas de remuneración cuando se abonan directamente a los trabajadores². Al mismo tiempo, tienen un impacto al alza sobre la remuneración por hora trabajada, ya que las horas trabajadas tienden a reducirse de forma mucho más acusada que los salarios.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado (RPA) se desplomó al comienzo de la pandemia, pero volvió a situarse en los niveles anteriores a la crisis en el primer trimestre de 2021.

Es evidente que este marcado patrón en forma de V refleja el seguido por la actividad económica, pero es inusual en el sentido de que ha estado determinado, sobre todo, por los ajustes de la remuneración, y menos por los cambios en el empleo (gráfico A). En comparación, aunque el número de empleados descendió a una tasa similar a la observada durante la gran crisis financiera, el ajuste de la remuneración total de los asalariados ha sido claramente mucho más acusado que entonces. Esto puede deberse al papel más decisivo que han desempeñado los programas de mantenimiento del empleo en esta crisis. Estos programas contribuyeron a preservar el empleo de los trabajadores, pero también llevaron aparejada una reducción de la remuneración dado que, en la mayoría de los países, no todas las horas perdidas se remuneraron a través de dichos programas y los pagos efectuados se registraron principalmente como transferencias, y no como remuneración³. Conforme la economía se recuperó, las horas trabajadas se normalizaron y el recurso a los programas de mantenimiento del empleo disminuyó,

¹ Véase el recuadro titulado «¿Pueden los datos sobre salarios negociados contribuir al análisis de la dinámica salarial durante la pandemia de Covid-19?», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

² Véase el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

³ Véase el recuadro titulado «Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic» del artículo «The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

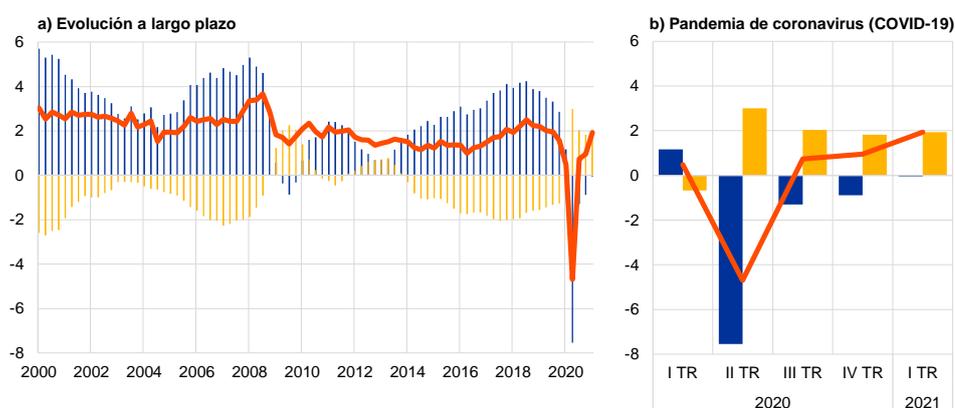
lo que se tradujo en un ajuste de la remuneración. En el primer trimestre de 2021, el avance interanual nulo de la remuneración y la tasa de crecimiento interanual todavía negativa del número de empleados se plasmaron en un crecimiento de la RPA del 1,9 %, un nivel próximo a su media de largo plazo (desde 1999) del 2 %.

Gráfico A

Descomposición del crecimiento de la remuneración por asalariado en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

- Remuneración de los asalariados
- Asalariados (signo cambiado)
- Remuneración por asalariado



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021. En ambos paneles, la serie correspondiente a los asalariados se presenta con signo cambiado, por lo que las cifras positivas reflejan una disminución del número de asalariados en términos interanuales, mientras que las negativas indican un aumento.

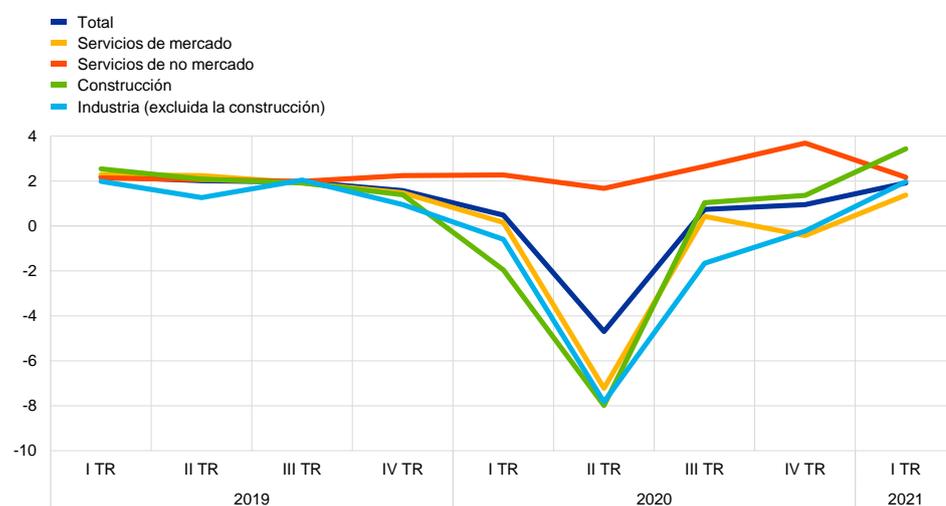
La evolución observada en el crecimiento agregado de la RPA oculta algunas disparidades sectoriales importantes (gráfico B).

Con la irrupción de la crisis, el avance de los salarios se desplomó en el segundo trimestre de 2020 en un grado similar en los servicios de mercado, la industria (excluida la construcción) y la construcción. En el tercer trimestre se produjo una recuperación general del crecimiento de los salarios que continuaba a principios de 2021 en la industria y la construcción, mientras que, en los servicios de mercado, el crecimiento se vio afectado por segunda vez —aunque algo menos— en el cuarto trimestre de 2020, ya que la situación de la pandemia hizo necesario imponer un nuevo período de confinamiento que incidió principalmente en el empleo en los servicios. Dentro de este sector, los servicios de no mercado se diferenciaron durante la pandemia en el sentido de que el crecimiento salarial se mantuvo próximo al nivel previo a la crisis hasta el verano de 2020, e incluso aumentó de forma sustancial en la segunda mitad de 2020 (hasta el 3,7 % en el cuarto trimestre), antes de moderarse hasta el 2,2 % en el primer trimestre de 2021. Las retribuciones variables —en particular a los empleados del sector sanitario por su elevada carga de trabajo en muchos países de la zona del euro— desempeñaron un papel relevante en la fuerte subida de los salarios en estos servicios en el segundo semestre de 2020. En general, la dispersión del crecimiento de la RPA ha continuado siendo mayor que la observada antes de la pandemia, lo que subraya la importancia de tener en cuenta la evolución sectorial al analizar el crecimiento agregado de los salarios.

Gráfico B

Crecimiento de la remuneración por asalariado en la zona del euro en las principales ramas de actividad

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021. «Servicios de no mercado» incluye Administración Pública, defensa, educación, y actividades de salud humana y trabajo social.

Las divergencias en la evolución sectorial del crecimiento de la RPA reflejan diferencias en la magnitud del impacto de la pandemia en los sectores y en las medidas adoptadas para contenerla, en particular, el recurso a los programas de mantenimiento del empleo.

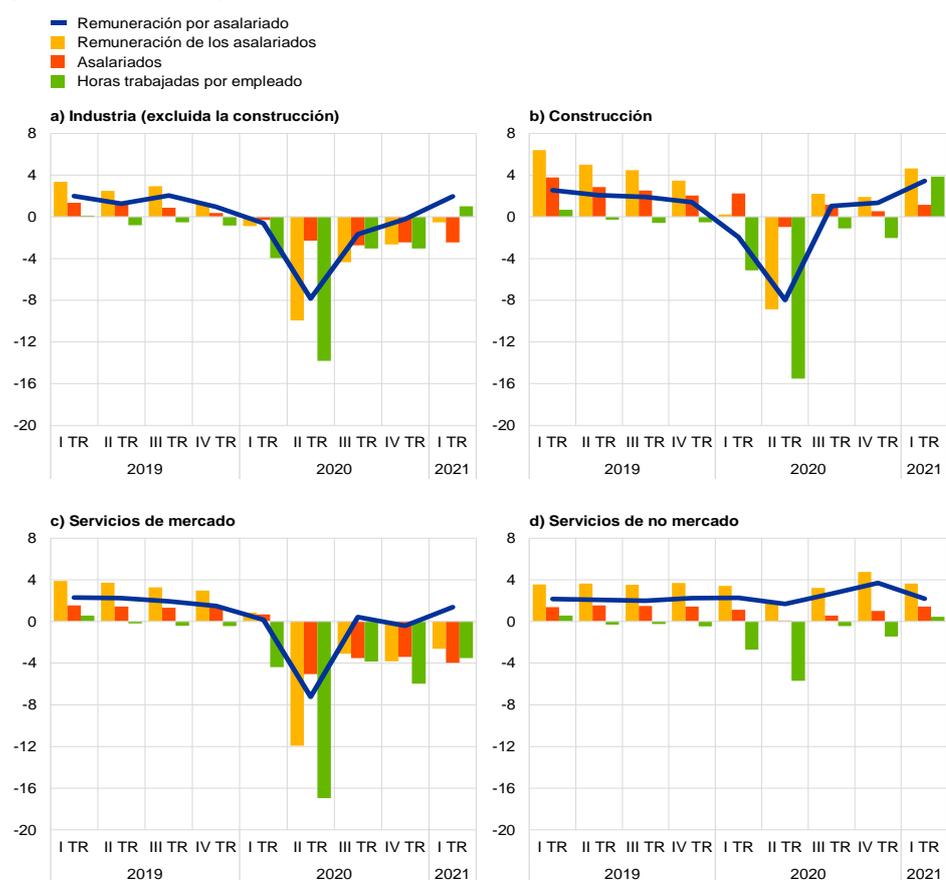
En contraposición a crisis anteriores, los servicios de mercado fueron los más golpeados por la pandemia, ya que gran parte de su actividad se vio particularmente afectada por las restricciones a la movilidad y las medidas de confinamiento. No se dispone de datos armonizados sobre la utilización de los programas de mantenimiento del empleo en los distintos sectores para el conjunto de la zona del euro, pero los ajustes relativos del empleo y de las horas trabajadas por empleado pueden proporcionar algunas indicaciones aproximadas (véase gráfico C). En el segundo trimestre de 2020, todos los sectores experimentaron un pronunciado ajuste relativo de las horas trabajadas por empleado en relación con el empleo. En la construcción, el empleo se contrajo solo ligeramente y la situación volvió a normalizarse con bastante celeridad a partir del tercer trimestre de 2020. En el sector industrial, la reducción del empleo fue más sustancial y se prolongó hasta el primer trimestre de 2021, mientras que las horas trabajadas por empleado se normalizaron con mayor rapidez. El menor recurso resultante a los programas de mantenimiento del empleo se hizo evidente en el repunte continuado de la remuneración de los asalariados. Los servicios de mercado fueron los más afectados al registrar las mayores pérdidas de empleo que, como las soportadas en la industria, continuaron produciéndose hasta el primer trimestre de 2021. Sin embargo, al contrario que en otros sectores, las horas trabajadas por empleado en relación con el empleo volvieron a caer en el cuarto trimestre de 2020, lo que supuso un descenso adicional de la remuneración de los asalariados coherente con el nuevo recurso a los programas de mantenimiento del empleo. En los servicios de no mercado no se registraron pérdidas de empleo

durante la crisis, y la reducción de las horas trabajadas por empleado en el segundo trimestre de 2020 estuvo acompañada solo de pequeñas disminuciones de la remuneración. Este sector se caracterizó por una considerable capacidad de resistencia de la remuneración de los asalariados y del crecimiento salarial con respecto a los demás sectores.

Gráfico C

Evolución sectorial del crecimiento de la remuneración por asalariado en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021. «Servicios de no mercado» incluye Administración Pública, defensa, educación, y actividades de salud humana y trabajo social.

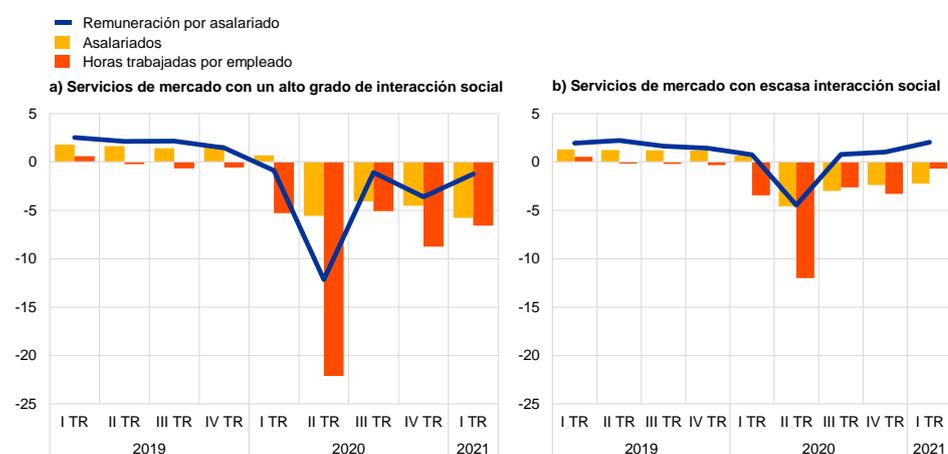
El impacto asimétrico de la pandemia es aún más evidente si, dentro del sector de servicios de mercado, se distingue entre los servicios con un alto grado de interacción social y aquellos que conllevan escasa interacción. Como las restricciones introducidas para contener la propagación de la pandemia tenían como objetivo reducir sobre todo los contactos interpersonales, los servicios que requieren un alto grado de interacción social (como el comercio mayorista y minorista, transporte, y servicios de alojamiento y restauración) se vieron más afectados que los servicios con poca interacción (información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, y actividades inmobiliarias, entre otros). Aunque el crecimiento de la RPA se vio afectado de forma considerable en ambos subsectores durante 2020, los efectos fueron mucho más pronunciados en los

primeros porque la disminución de las horas trabajadas por empleado fue notablemente más intensa, dada la mayor relevancia de los programas de mantenimiento del empleo. El crecimiento de la RPA en los servicios que requieren escasa interacción social volvió a ser positivo a partir del tercer trimestre de 2020, y en el primer trimestre de 2021 se situó en el 2 %, frente al 0,8 % y el 1 % del tercer y cuarto trimestre de 2020, respectivamente. Sin embargo, continuó siendo negativo en los servicios con un alto grado de interacción, ya que las restricciones impuestas por la pandemia inciden de manera especial en este subsector (gráfico D).

Gráfico D

Evolución de los salarios en los servicios de mercado con un grado alto y bajo de interacción social en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: «Servicios de mercado con un alto grado de interacción social» incluye el comercio mayorista y minorista, transporte, y servicios de alojamiento y restauración. «Servicios con escasa interacción social» se refiere a los servicios de mercado, excluidos los servicios de mercado que requieren un alto grado de interacción social. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021.

Se prevé que los efectos de la pandemia en el avance de la remuneración por asalariado sigan determinando la evolución salarial en 2021 y en todos los sectores. Cabe esperar que el intenso retroceso del crecimiento de la RPA observado en el segundo trimestre de 2020 haya generado efectos de base acusados en el avance de la RPA en el segundo trimestre de 2021. Es previsible que estos efectos de base al alza sean más pronunciados en los sectores que se han visto más seriamente afectados durante la pandemia —en concreto, los servicios que comportan un alto grado de interacción social—, pero también desempeñarán un papel importante en otros sectores. Habida cuenta de que, a tenor de las proyecciones, los mercados de trabajo se recuperarán de forma gradual a lo largo de los próximos años, y conforme vaya desapareciendo el impacto de los programas de mantenimiento del empleo, la evolución de la remuneración por asalariado debería normalizarse en los principales sectores económicos. En adelante, una pregunta clave es si las negociaciones salariales a escala sectorial tratarán de compensar las pérdidas temporales de la remuneración que se hayan producido durante la pandemia, al menos en parte y en algunos sectores, lo que podría contribuir al crecimiento de los salarios en los próximos años.

7 Evolución reciente de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro

Gerrit Koester, Ieva Rubene, Eduardo Gonçalves y Jakob Nordeman

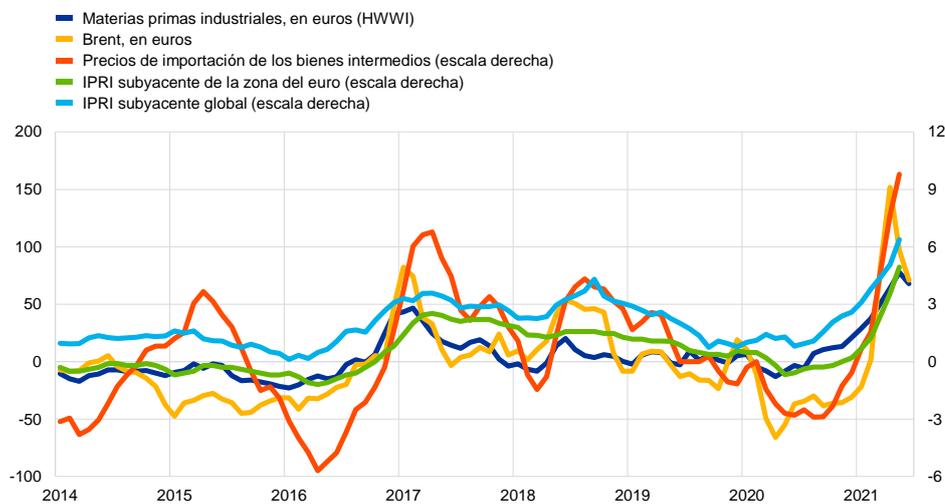
El acusado incremento de los costes de los insumos a escala global ha provocado fuertes subidas tanto en los precios de importación como en los de producción de los bienes intermedios en la zona del euro (gráfico A). El intenso avance de la inflación de los precios de las materias primas (*commodities*), el sustancial aumento de los costes de transporte y la oferta insuficiente de algunas materias primas y de algunos productos intermedios han generado presiones sobre los costes de los insumos en la zona del euro¹. Las perturbaciones en este tipo de costes originan presiones «latentes» sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción y distribución. La evolución reciente de los costes de los insumos ha impulsado al alza los precios industriales subyacentes (fundamentalmente, de los del sector manufacturero), entre los que destaca la evolución de los bienes intermedios, que tienen un peso importante y reflejan las subidas de precios observadas, en particular, en la producción de metales básicos, de químicos básicos y de otros productos químicos. La medida en que estas presiones se transmiten, en último término, a fases posteriores de la cadena de producción y distribución y a los precios de consumo de los bienes depende de muchos factores, como su duración y el margen y la disposición de las empresas para absorberlas reduciendo los márgenes de beneficios. En la cesta de consumo utilizada para elaborar el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro, estos precios se reflejan en los incluidos en la categoría de «bienes industriales no energéticos».

¹ Véanse también los recuadros titulados «¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021 y «La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021.

Gráfico A

Presiones latentes en las primeras fases del proceso de formación de precios

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics (HWWI) y cálculos del BCE.

Notas: El IPRI subyacente es el índice de precios industriales (IPRI) de las ventas interiores, excluidos los sectores de la energía y de la construcción. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2021 para los precios de las materias primas industriales (HWWI) y del Brent (en euros), y a mayo de 2021 para el resto.

Hasta ahora, la magnitud de las presiones inflacionistas en las fases posteriores del proceso de formación de precios ha sido menor que la observada en las primeras fases de este (gráfico B).

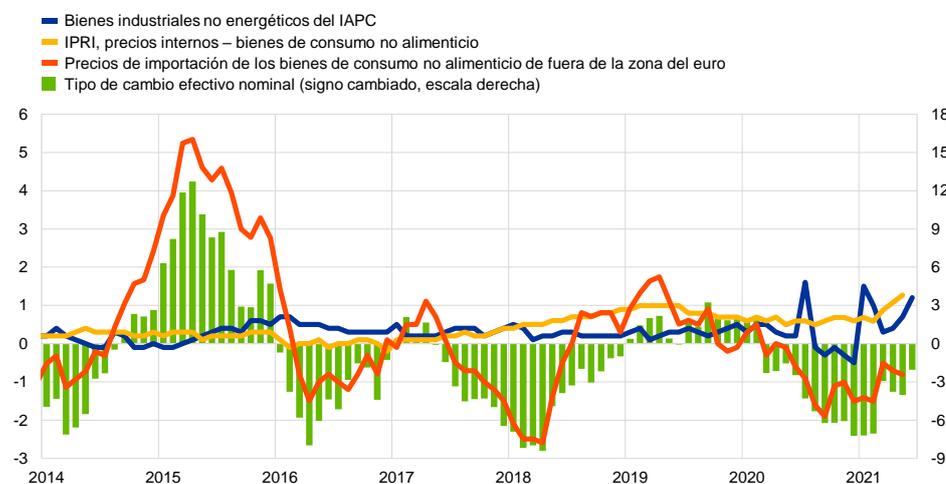
La tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio —un indicador clave de las presiones latentes sobre la inflación medida por el IAPC de los bienes industriales no energéticos— se situó en el 1 % en abril de 2021, frente al 0,9 % registrado en marzo y el 0,6 % de febrero. Aunque estas tasas y su evolución parecen contenidas si se comparan con las de los bienes intermedios, la observación más reciente superó ampliamente su media de largo plazo —el 0,6 %— y alcanzó el nivel registrado en la última fase del ciclo en 2019. Al mismo tiempo, el ritmo de avance interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio (las importaciones de bienes finales suponen alrededor del 12 % de la cesta de bienes industriales no energéticos en el IAPC)² siguió siendo negativo en mayo y se situó en el -0,9 %. La magnitud y la variación de esta tasa están estrechamente relacionadas con la evolución del tipo de cambio del euro, y continúa viéndose afectada por la apreciación de la moneda única con respecto al nivel de hace un año.

² Véase el recuadro titulado «El seguimiento de la transmisión del tipo de cambio», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

Gráfico B

Presiones latentes en fases posteriores

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El tipo de cambio efectivo nominal se presenta cambiado de signo, por lo que las cifras negativas reflejan una apreciación. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2021 para la inflación de los bienes industriales no energéticos (estimación de avance) y para el tipo de cambio efectivo nominal, y a mayo de 2021 para el resto. La evolución de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos en la segunda mitad de 2020 se vio muy afectada por la reducción temporal del IVA en Alemania (de julio a diciembre), así como por los cambios en las fechas de las rebajas de verano en varios países de la zona del euro en julio y agosto.

En adelante, las presiones al alza derivadas de la evolución reciente de los costes de los insumos todavía pueden afectar a la inflación de los bienes industriales no energéticos, ya que suelen tardar más de un año en transmitirse a los precios de consumo. Como la producción requiere un tiempo, a menudo se producen desfases considerables en la velocidad a la que las presiones de costes inciden en las distintas fases del proceso de formación de precios. Entre los factores adicionales que pueden retardar la transmisión a los precios se encuentran los contratos de precios a largo plazo, una proporción elevada de precios fijos y el hecho de que las empresas (sobre todo las más grandes) traten de estabilizar los costes de sus insumos con estrategias de cobertura. El análisis de correlación indica que las variaciones en los precios de los bienes intermedios suelen tardar en torno a un año en trasladarse a la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos³. En un análisis de regresión simple en forma reducida —que también tiene en cuenta consideraciones de demanda— se llega a la conclusión de que el desfase temporal es algo mayor: alrededor de medio año para que las variaciones de los precios de los bienes intermedios se transmitan a los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio (con una transmisión relativamente reducida, de en torno a un cuarto), y al menos un año y medio más para que se complete la transmisión (en torno a la unidad) de estas

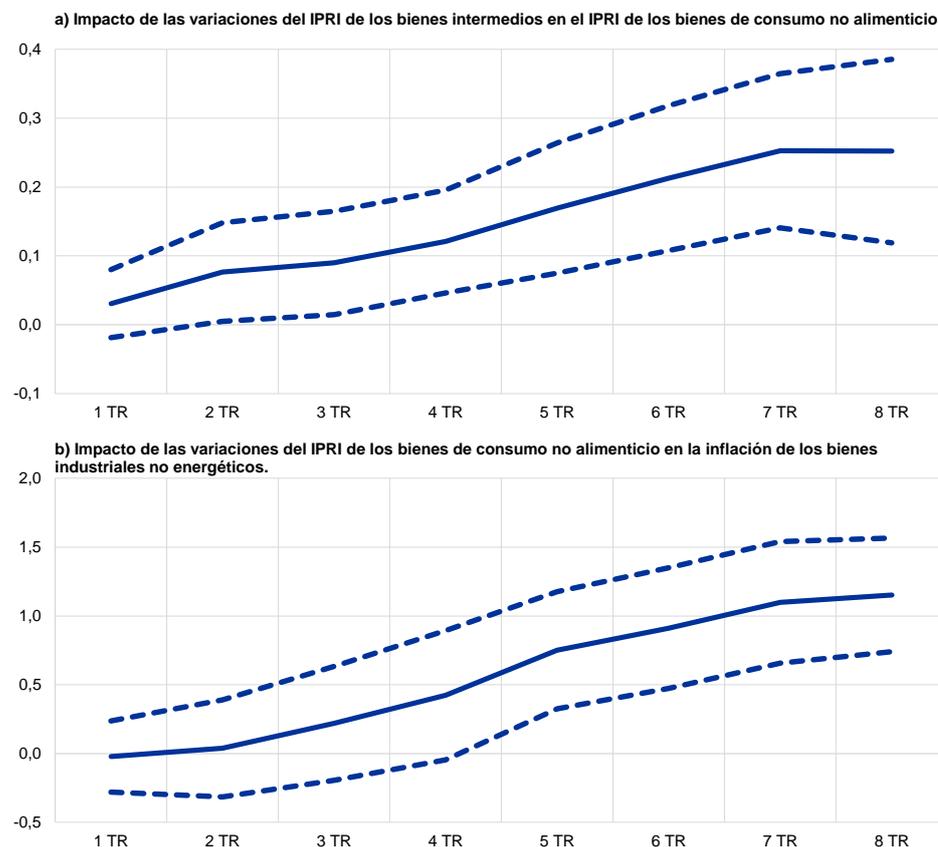
³ Véase también el recuadro titulado «¿Qué nos puede decir la reciente evolución de los precios industriales sobre las presiones latentes?», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

presiones a la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos (gráfico C)⁴.

Gráfico C

Perfil temporal del impacto de las variaciones de los índices de precios industriales

(impacto porcentual acumulado tras una variación del 1 % de la variable de perturbación con intervalos de confianza del 95 %)



Fuente: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las líneas discontinuas señalan intervalos de confianza del 95 %. El eje horizontal muestra los trimestres (TR) tras el impacto. La ecuación en forma reducida se estima utilizando el método de proyecciones locales de Ó. Jordá, «Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections», *American Economic Review*, vol. 95, n.º 1, 2005, pp. 161-182. Este método permite obtener un perfil temporal del impacto de la variable de interés. La ecuación de regresión del panel a incluye el IPRI de los bienes intermedios (un término autorregresivo), el IPRI de los bienes de consumo y la producción industrial total de las manufacturas, excluidas la energía y la construcción; la ecuación de regresión del panel b incluye los bienes industriales no energéticos (un término autorregresivo), el IPRI de los bienes de consumo no alimenticio y la brecha de producción. La muestra de estimación cubre el período comprendido entre 1999 y el cuarto trimestre de 2019, y todas las variables se han desestacionalizado y desfasado un período. La brecha de producción se expresa en niveles y todas las demás variables en diferencias logarítmicas.

Con todo, la transmisión no es automática y también es probable que varíe a lo largo del tiempo. En cada fase, las decisiones de precios dependen de diversos factores adicionales (como la utilización de la capacidad productiva, el inventario de existencias, la absorción de beneficios y el entorno competitivo). Por tanto, podría suceder que una perturbación derivada de una «inflación de costes» apreciable en una fase temprana sea absorbida en las diversas fases posteriores de producción y en las etapas de comercio minorista, y que ya no aparezca en la fase

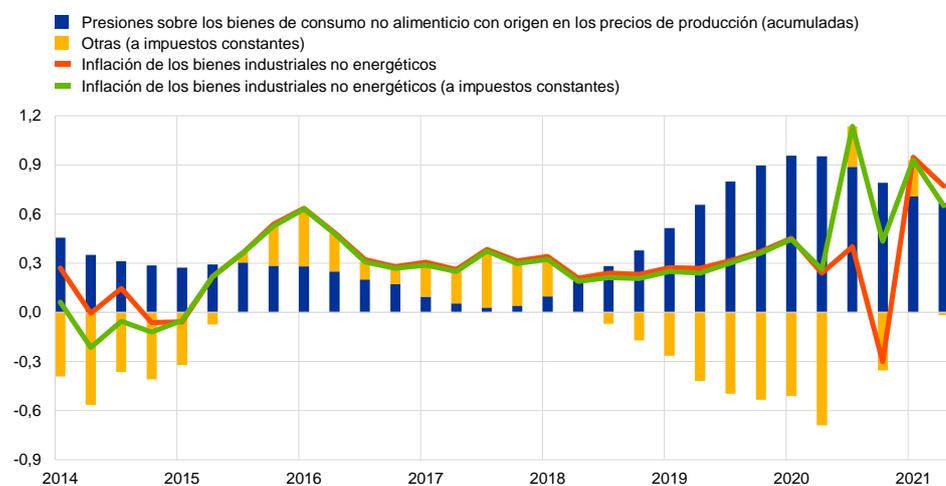
⁴ El patrón general de una transmisión relativamente rápida a los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio y de un desfase mayor en la transmisión a los precios finales de consumo (de alrededor de un año en total) también está refrendado por estudios anteriores del BCE. Véase, por ejemplo, B. Laundau y F. Skudelny, «Pass-through of external shocks along the pricing chain – a panel estimation approach for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1104, BCE, Frankfurt am Main, noviembre de 2009.

correspondiente a los precios finales de consumo. Si se considera el perfil temporal del impacto que se muestra en el gráfico C, las presiones al alza acumuladas sobre los bienes industriales no energéticos con origen en la evolución de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio durante los últimos años parecen reflejar fundamentalmente la evolución de los precios de producción hasta 2019; desde entonces se han visto compensadas, en parte, por otros factores (gráfico D). Por lo tanto, el efecto de las variaciones al alza de la inflación de los precios de producción de los últimos meses aún no se ha materializado. Con todo, el análisis de esta transmisión puede verse dificultado por la intensa volatilidad observada recientemente en la inflación de los bienes industriales no energéticos, debido a los cambios registrados en las fechas de las rebajas en el verano de 2020 y el primer trimestre de 2021. En términos más generales, la situación excepcional derivada de la pandemia de coronavirus (COVID-19) podría dar lugar a una ligera desviación con respecto a los patrones de transmisión normales, sin que se descarte la posibilidad de que el aumento de los costes de los insumos repercuta con mayor intensidad de la habitual en los precios de consumo si, por ejemplo, los márgenes empresariales se comprimen y los consumidores poseen cierta demanda embalsada y ahorros imprevistos para financiarla⁵.

Gráfico D

Presiones acumuladas sobre los bienes industriales no energéticos con origen en la evolución de los precios de producción

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales, datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los efectos de base en el perfil que se muestra en el gráfico C se han calculado utilizando la inflación de los bienes industriales no energéticos a impuestos constantes (para excluir el impacto de los cambios resultantes, por ejemplo, de la reducción temporal del IVA en Alemania en la segunda mitad de 2020). «Otras» se calcula como la diferencia entre la inflación de los bienes industriales no energéticos a impuestos constantes y la contribución del impacto acumulado de las variaciones del IPRI de los bienes de consumo no alimenticio. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021, que refleja la media de abril y mayo del IPRI de los bienes de consumo no alimenticio y la inflación de los bienes industriales no energéticos a impuestos constantes, y en este último caso incluye también la estimación de avance correspondiente a junio.

En general, incluso si la evolución de la inflación de los bienes industriales no energéticos fuera algo más vigorosa, esto no provocaría un aumento

⁵ 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.

sustancial de la inflación subyacente en la zona del euro. La primera ha tendido a ser relativamente moderada en la zona del euro, situándose, en promedio, en el 0,6 % entre 1999 y 2019, frente a una inflación media medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, del 1,4 % en el mismo período⁶. Aunque la pandemia ha causado una ligera reducción temporal del consumo de servicios en relación con el de bienes, la evolución de la inflación subyacente sigue estando impulsada, sobre todo, por la tasa de variación de los precios de los servicios (cuyo peso en el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, es de alrededor de dos tercios), en los que los salarios, y no los productos intermedios o las materias primas, constituyen la mayor parte de los costes de los insumos.

⁶ Véase también el recuadro titulado «[Determinantes de la variación de la brecha entre la inflación de los precios de los servicios y la de los precios de los bienes](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2019.

8 El impacto estructural de la transición de los planes de pensiones de prestación definida a los de aportación definida

Linda Fache Rousová, Angelica Ghiselli, Maddalena Ghio y Benjamin Mosk

En los países de la zona del euro, las prestaciones por jubilación suelen constar de tres pilares: sistemas públicos de reparto (pilar 1), planes de pensiones (de capitalización) de empleo (pilar 2) y pensiones privadas/seguros de vida (pilar 3). Los dos últimos reciben aportaciones de los empleadores o de los empleados, por lo que son un complemento importante del pilar 1 en algunos países de la zona, en especial en los Países Bajos, donde los activos de los fondos de pensiones vinculados al empleo superan el 200 % del PIB.

Con más de 10 billones de euros de activos totales, la asignación de las carteras de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones de empleo (ESFP) puede tener un impacto significativo en los mercados financieros. Este recuadro se centra en los fondos de pensiones vinculados al empleo y en las empresas de seguros de vida, ya que desempeñan un papel importante en la provisión de capital a largo plazo a la economía y contribuyen al desarrollo de los mercados de capitales en su conjunto¹. De estos dos sectores, el de seguros de vida es el de mayor tamaño, y representa alrededor del 70 % de los activos gestionados².

La caída secular de los tipos de interés desde finales de la década de 1980 podría tener un impacto duradero en la estructura del sistema financiero a través de la transición hacia productos de aportación definida por parte de las ESFP. En los planes de pensiones de aportación definida y en los productos de seguro de vida vinculados a fondos de inversión (*unit-linked*), los rendimientos no están garantizados y los asegurados asumen el riesgo de inversión. En cambio, los productos que tradicionalmente han ofrecido las ESFP —fondos de pensiones de prestación definida y productos de seguro de vida garantizados— prometen pagos fijos futuros a los asegurados³. El valor actual de los pagos futuros se calcula sobre la base de tipos de descuento, que suelen obtenerse de los tipos de mercado. Unos niveles más bajos de los tipos generan valores actuales más elevados, mientras que los aumentos del valor

¹ Véase D. S. Scharfstein, «[Presidential Address: Pension Policy and the Financial System](#)», *Journal of Finance*, volumen 73, número 4, 2018.

² De acuerdo con los datos del BCE sobre el balance de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, en el cuarto trimestre de 2020, los activos totales de las ESFP de la zona del euro ascendían a 12,2 billones de euros, aunque esta cifra incluye 1,3 billones de euros de activos de las empresas de seguros de no vida y 0,7 billones de euros de las empresas de reaseguros, que quedan fuera del ámbito de este recuadro.

³ Para simplificar, en ocasiones, en este recuadro se utilizan los términos «productos de prestación definida» y «productos de aportación definida» para referirse a los productos de seguro de vida no vinculados a fondos de inversión (*non-unit-linked*) y productos de seguro de vida vinculados a fondos de inversión/índices (*unit-linked/index-linked*), respectivamente. Asimismo, no se realiza una distinción entre productos vinculados a fondos de inversión y los vinculados a índices, y algunas veces se alude a ambos solo como «productos vinculados a fondos de inversión».

actual de los pasivos suelen compensarse, aunque solo en parte, con incrementos del valor de los activos. La reducción de los tipos de interés registrada durante las últimas décadas plantea retos para las ESFP y puede haber contribuido a que se reorienten hacia productos de aportación definida (panel a del gráfico A)⁴. Es probable que esta reorientación continúe, sobre todo porque se espera que los fondos de pensiones de los Países Bajos —los de mayor tamaño de la zona del euro— hayan completado la transición a un sistema de aportación definida en 2027 (parte rayada del panel b del gráfico A)⁵. En este recuadro se analiza el impacto potencial de esta transición en las curvas de rendimientos y en la estructura del sistema financiero⁶.

⁴ El impacto de la caída de los tipos de interés en el sector de ESFP se discute en varias fuentes, entre ellas en J. Holsboer, «[The Impact of Low Interest Rates on Insurers](#)», *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, volumen 25, 2000, pp. 38-58; E. Berdin, C. Kok, K. Mikkonen, C. Pancaro y J. M. Vendrell Simon, «[Euro area insurers and the low interest rate environment](#)», Special Feature B, *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2015, y Junta Europea de Riesgo Sistémico, «[Lower for longer - macroprudential policy issues arising from the low interest rate environment](#)», junio de 2021.

⁵ Véase el [Documento Parlamentario 32043 n.º 457 sobre el Futuro del Sistema de Pensiones](#) (en neerlandés), 5 de junio de 2019. La estructura del plan se concretó más en 2020. Véase [Escrito Parlamentario sobre la Aplicación del Acuerdo sobre las Pensiones](#) (en neerlandés), 6 de julio de 2020.

⁶ El impacto potencial se considera sobre la base de que el resto de factores permanece constante, es decir, con independencia de otros factores como la retirada de las medidas transitorias de Solvencia II o de posibles cambios en las curvas regulatorias. Algunos de estos factores pueden ofrecer más incentivos para realizar la transición a productos de aportación definida a un ritmo acelerado.

Gráfico A

Descenso de los tipos de interés desde mediados de la década de 1980; transición de productos de prestación definida a productos de aportación definida por parte de las ESFP

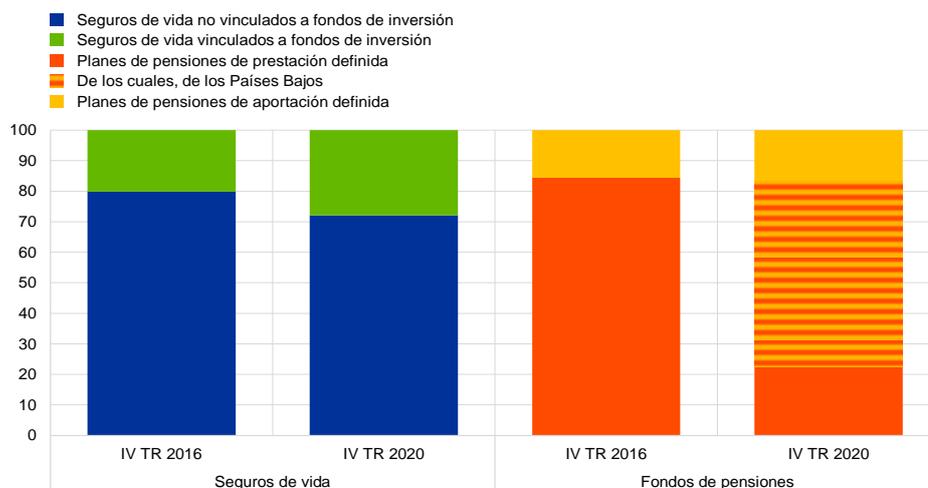
a) Tipos de interés

(porcentajes)



b) Tamaño de los pasivos de los productos de prestación definida y de aportación definida

(porcentajes)



Fuentes: OCDE (2021), Principales Indicadores Económicos – base de datos completa; Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés); datos del balance de los fondos de pensiones y cálculos del BCE.

Notas: La parte rayada se refiere a los planes de prestación definida de los Países Bajos, donde se espera que se haya completado la transición a planes de aportación definida en 2027. Los productos de los planes de pensiones mixtos se incluyen en los productos de aportación definida.

Las ESFP con productos de prestación definida en sus balances están expuestas al riesgo de tipo de interés, debido a la brecha de duración negativa. En este tipo de productos, las ESFP reciben pagos periódicos

(primas/aportaciones) de los hogares y los invierten en activos (por ejemplo, bonos), mientras que a los asegurados se les promete pagos predeterminados (prestaciones) en un momento posterior del tiempo. El valor actual de los activos y los pasivos de las ESFP aumenta cuando los tipos de interés (tipos de descuento) descienden. Esta sensibilidad a los tipos de interés, también denominada duración, suele ser mayor por el lado de los pasivos que por el de los activos, lo que genera una «brecha de duración» negativa. Por lo tanto, la posición financiera de las ESFP

con una brecha de duración negativa se debilita cuando los tipos de interés caen en todos los plazos.

Si las ESFP quieren reducir su brecha de duración negativa, pueden ampliar la duración de sus activos⁷. Para ello pueden adquirir bonos a largo plazo o contratar *swaps* de tipos de interés en los que reciben un tipo de interés fijo y pagan un tipo de interés variable (*swap overlay*)⁸. Por consiguiente, las ESFP desempeñan un papel destacado en el mercado de deuda pública a largo plazo y de *swaps* de tipos de interés de cobro fijo. En concreto, en los plazos de vencimiento más largos, las ESFP ostentan alrededor de dos terceras partes del total de tenencias de deuda pública de la zona del euro y casi la mitad de los *swaps* de tipos de interés de cobro fijo, de los que la mayoría están en manos de fondos de pensiones de los Países Bajos (gráfico B).

⁷ En las decisiones sobre la asignación de carteras de las ESFP se tienen en cuenta muchos factores, entre ellos el riesgo de tipo de interés. Para impulsar las rentas de inversión, estas empresas suelen aumentar sus inversiones en activos de mayor riesgo, incluidas acciones.

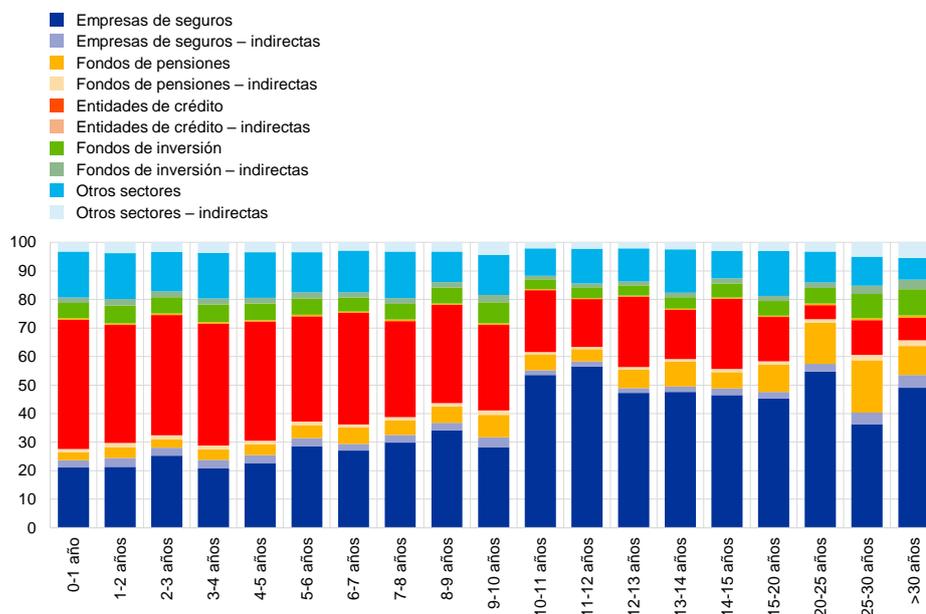
⁸ El uso de *swaps* de tipos de interés no requiere una inversión inicial y son especialmente atractivos para los planes con déficits de financiación. Véase S. Klingler y S. Sundaresan, «[An Explanation of Negative Swap Spreads: Demand for Duration from Underfunded Pension Plans](#)», *BIS Working Papers*, n.º 705, 2018.

Gráfico B

ESFP en los segmentos a largo plazo de los mercados de renta fija y de swaps de tipos de interés

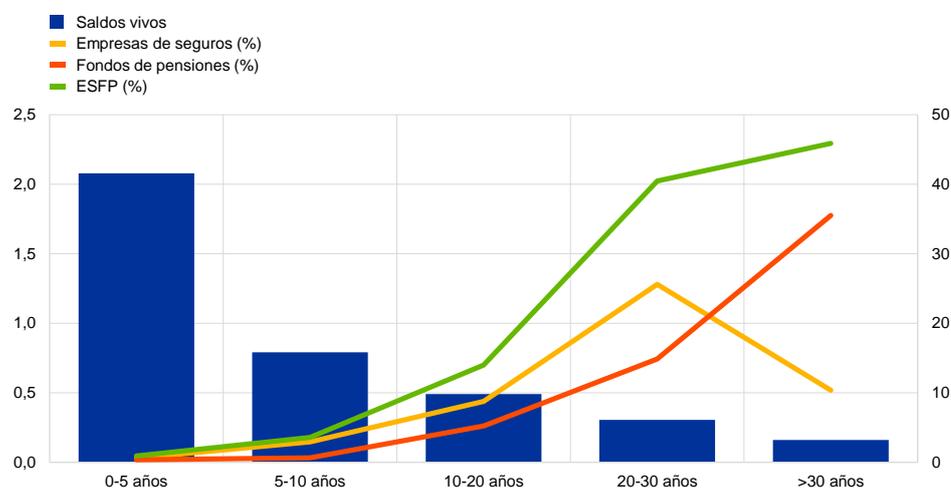
a) Tenencias de deuda pública de la zona del euro: desglose por sector y tramos de vencimiento

(porcentajes; IV TR 2020)



b) Cuotas del mercado de swaps de tipos de interés de la zona del euro por tramos de vencimiento

(billones de euros; porcentajes; IV TR 2020)



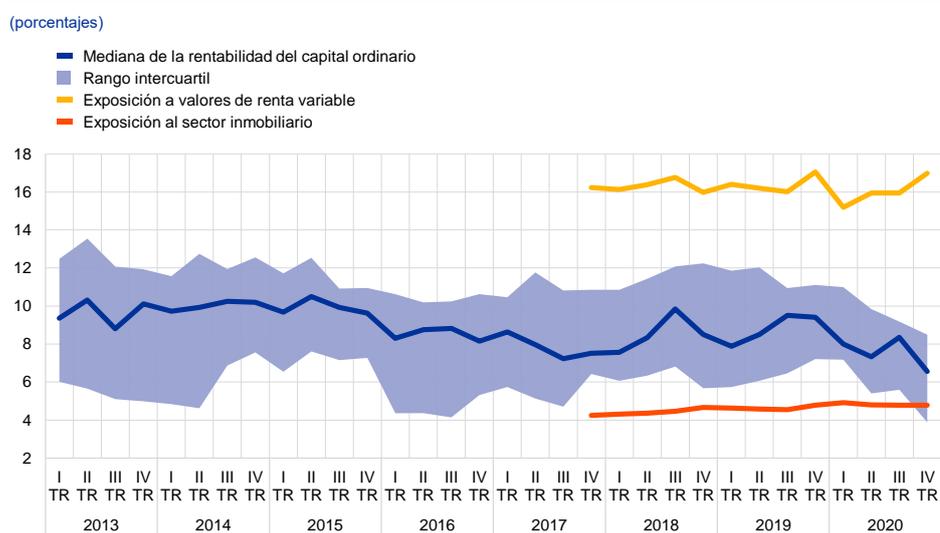
Fuentes: Datos obtenidos de conformidad con el EMIR, Securities Holdings Statistics y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: No se incluyen las tenencias internacionales y del Eurosistema. Las tenencias indirectas se estiman como las tenencias de participaciones en fondos de inversión de la zona del euro a través de las que se canalizan las inversiones en deuda pública de la zona del euro. La asignación de carteras a deuda pública se basa en una asignación general de carteras del sector de fondos de inversión de la zona del euro, debido a la falta de disponibilidad de datos granulares de los sectores individuales de la zona. Panel b: La fecha de referencia es el 18 de diciembre de 2020. Los datos reflejan los saldos nominales de los swaps de tipos de interés de cobro fijo. Las exposiciones se calculan en términos netos para cada institución y tramo de vencimiento. Se excluyen las entidades de contrapartida central.

Las ESFP también pueden asumir cierto nivel de riesgo de tipo de interés, ya que la eliminación de la brecha de duración podría ir en perjuicio de la rentabilidad. Las empresas de seguros han aumentado sus inversiones en activos de mayor riesgo como valores de renta variable, inmuebles y activos alternativos⁹, lo que puede incrementar sus rentas de inversión. La mediana de la rentabilidad del capital ordinario de estas empresas ha disminuido solo ligeramente en los últimos años, pese a las dificultades que afrontan en el entorno actual, y sigue fluctuando alrededor del 8 % (gráfico C). Más recientemente, el sentimiento positivo en relación con los mercados bursátiles que comenzó a resurgir en noviembre de 2020 dio impulso a las cotizaciones¹⁰.

Gráfico C

Rentabilidad del capital ordinario y exposiciones a activos de mayor riesgo de las empresas de seguros



Fuentes: Bloomberg L.P, Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA), y cálculos del BCE.

Notas: La rentabilidad del capital ordinario se basa en una muestra de hasta 25 grandes empresas de seguros de la zona del euro que ofrecen productos de seguro de vida y de no vida. Las exposiciones a valores de renta variable y al sector inmobiliario incluyen el sector de seguros de la zona del euro en su conjunto. Las exposiciones se muestran en porcentaje de los activos totales y están disponibles solo desde el cuarto trimestre de 2017, debido a limitaciones en la disponibilidad de información obtenida de los datos de la EIOPA sobre exposiciones.

Alternativamente, las ESFP pueden reducir la brecha de duración

negativa modificando su estructura de pasivos. En concreto, pueden incrementar su cuota de productos con rendimientos más reducidos o no garantizados, como es el caso de los planes de pensiones de aportación definida y de los productos de seguro vinculados a fondos de inversión. Las empresas de seguros han ofrecido más productos de este tipo y se ha observado una tendencia gradual en esta dirección (panel b del gráfico A), por la cual el saldo de pasivos se ajusta con más lentitud que las nuevas primas

⁹ L. Fache Rousová y M. Giuzio, «[Insurers' investment in alternative assets](#)», recuadro 9, *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2019.

¹⁰ [Capítulo 4](#), *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2021.

(que es una variable de flujos)¹¹. Los fondos de pensiones de empleo también pueden adaptarse, pero con menos flexibilidad, ya que, con frecuencia, los requisitos que debe cumplir un sistema de pensiones están establecidos en la legislación¹².

Está previsto que el mayor sistema de fondos de pensiones de empleo de la zona del euro, el de los Países Bajos, pase a ser un sistema de aportación definida. En la actualidad, el sector de fondos de pensiones de este país opera bajo un sistema de prestación definida y es, con diferencia, el de mayor tamaño de la zona del euro, ya que gestiona activos por importe de más de 1,7 billones de euros. En 2019 se alcanzó un acuerdo histórico sobre un nuevo sistema. De acuerdo con el plan, el sistema ya no se basará en prestaciones definidas. Se espera que este nuevo sistema entre en vigor en 2023, con un período de transición que finalizará en 2027. Se prevé que la transición de los fondos de pensiones de los Países Bajos incremente de alrededor del 17 % al 77 % la proporción de fondos de pensiones de aportación definida en la zona del euro (panel b del gráfico A).

La transición de un sistema de prestación definida a uno de aportación definida puede alterar la demanda de algunas clases de activos, ya que estos dos sistemas tienen diferentes perfiles de riesgo y de inversión. Lo más importante es que determinadas restricciones regulatorias son de carácter más vinculante para los sistemas de prestación definida, y esto afecta a la asignación de carteras¹³. Estos sistemas afrontan un límite inferior en los rendimientos esperados a través de unas ratios de financiación mínimas legales, y están expuestos al riesgo de tipo de interés a través de sus pasivos. De este modo tienen más incentivos para reducir las brechas de duración negativas¹⁴. En consecuencia, las carteras de valores de renta fija ligadas a productos de prestación definida suelen tener plazos de vencimiento más largos (panel a del gráfico D). Además, en las carteras asociadas a estos productos, las acciones tienen un peso reducido, mientras que en las carteras ligadas a productos de aportación definida sucede lo contrario (panel b del gráfico D). Las carteras vinculadas a estos productos también muestran una asignación sorprendentemente elevada a las participaciones en fondos de inversión.

¹¹ Véase Banco de Pagos Internacionales, «[Fixed income strategies of insurance companies and pension funds](#)», *CGFS Papers*, n.º 44, julio de 2011. Véase también Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA), «[Impact of Ultra Low Yields on the Insurance Sector, Including First Effects of Covid-19 Crisis](#)», 17 de julio de 2020.

¹² Además de la transición de productos de prestación definida a productos de aportación definida, los organismos reguladores también pueden exigir o dar instrucciones a los fondos de pensiones para que aumenten sus primas/aportaciones, suspendan la indexación a la inflación o reduzcan las prestaciones.

¹³ Además, en comparación con los hogares, las ESFP se benefician de eficiencias derivadas de la mutualización de riesgos entre generaciones y dentro de la misma generación, aunque es posible que dicha mutualización sea menos eficiente en el caso de los productos de aportación definida. Véase también Z. Bodie, A. J. Marcus y R. C. Merton, «[Defined Benefit versus Defined Contribution Pension Plans: What are the Real Trade-offs?](#)», en Z. Bodie, J. B. Shoven y D. A. Wise, eds., «Pensions in the U.S. Economy», *University of Chicago Press*, 1988.

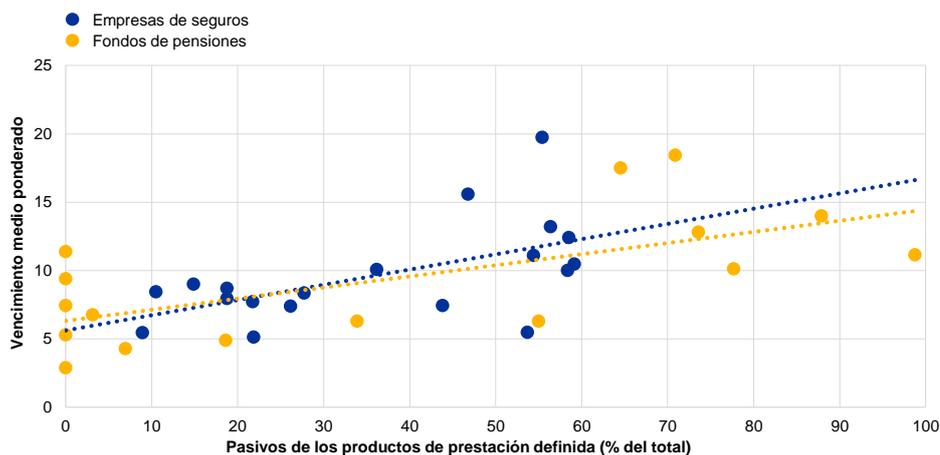
¹⁴ Este tipo de incentivos están especialmente presentes, en particular, en los sistemas de aportación definida y en las empresas de seguros que operan con arreglo a regímenes de mercado, en los que la valoración de los activos y los pasivos está ligada a los tipos de interés de mercado.

Gráfico D

En los productos de prestación definida, los valores de renta fija a largo plazo tienen un peso mayor; los productos de aportación definida tienen importantes inversiones en acciones y participaciones en fondos de inversión

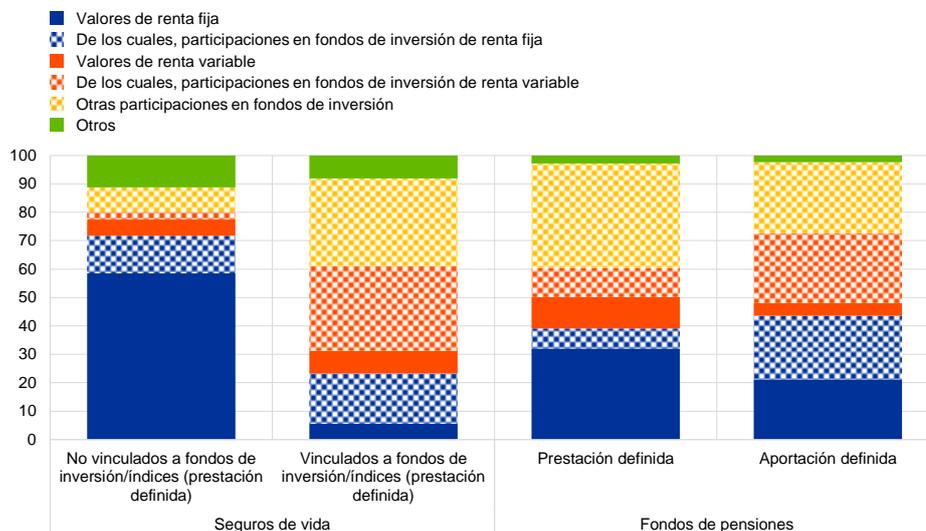
a) Vencimiento de las carteras de deuda pública y porcentaje de productos de prestación definida de las ESFP – países

(porcentajes; años; IV TR 2020)



b) Composición de las carteras de las ESFP por tipo de producto: productos de prestación definida frente a productos de aportación definida

(porcentajes; IV TR 2020)



Fuentes: Datos de EIOPA, Securities Holdings Statistics, datos del balance de las empresas de seguros y fondos de pensiones, y cálculos del BCE.

Notas: Panel a): Los pasivos de los productos de prestación definida de las empresas de seguros y fondos de pensiones solo incluyen los seguros de vida no vinculados a fondos de inversión en porcentaje de los pasivos totales. Panel b): Las exposiciones a las clases de activos se calculan utilizando el enfoque de transparencia (*look-through*). En concreto, los valores de renta fija incluyen deuda pública y bonos corporativos. Otras participaciones en fondos de inversión incluyen todas las participaciones que no sean participaciones en fondos de renta fija o de renta variable.

En particular, la transición a productos de aportación definida podría provocar una reducción estructural de la demanda de valores de renta fija a largo plazo

y de swaps. De acuerdo con el modelo basado en la teoría del hábitat preferido¹⁵, la preferencia de los participantes en el mercado por determinados vencimientos afecta a la forma de la curva de rendimientos. La evidencia empírica respalda la demanda de valores de renta fija a largo plazo de las ESFP basada en el hábitat preferido. En primer lugar, se constató que los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública a 30 años y a 10 años presentan una relación negativa con la ratio de activos en relación con el PIB de este sector¹⁶. En segundo lugar, el impacto de las modificaciones anteriores de los regímenes regulatorios de las ESFP apunta asimismo a esta demanda basada en el hábitat preferido. El incentivo para adoptar estrategias de ajuste de la duración es mayor cuando se valoran con arreglo a los tipos de referencia basados en los mercados¹⁷. Los desplazamientos hacia tipos de referencia basados en los mercados tendían a asociarse a aplanamientos e inversiones de las curvas de rendimientos, como sucedió con la reforma de los fondos de pensiones del Reino Unido de 2004¹⁸. En cambio, la desvinculación temporal entre los tipos de mercado y los tipos de referencia provocó ventas masivas en el mercado subyacente. Esta evidencia empírica sugiere que un cambio hacia productos de aportación definida podría generar un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos.

La dinámica de las curvas de rendimientos también puede verse afectada. Por lo general, las brechas de duración negativa de las ESFP se amplían cuando los tipos de interés descienden como consecuencia de la convexidad negativa del balance. La convexidad negativa se genera principalmente como consecuencia de un efecto tamaño: el valor de los activos remunerados suele ser una fracción de los pasivos totales. Además, la reacción de los pasivos de (mayor) duración ante una caída de los tipos es más intensa que la de los activos de (menor) duración. Para contrarrestar la ampliación de la brecha de duración, las ESFP pueden incrementar en mayor medida su exposición a valores de renta fija a largo plazo y a *swaps* cuando los tipos de interés bajan. Esta «demanda de cobertura» realmente puede amplificar las perturbaciones que afectan a los tipos¹⁹. En un entorno de productos de aportación definida, este mecanismo de amplificación podría debilitarse.

La transición hacia productos de aportación definida también podría impulsar la financiación mediante valores de renta variable y contribuir a un mayor crecimiento del sector de fondos de inversión. La mayor inversión en valores de renta variable de los productos vinculados a fondos de inversión sugiere que la

¹⁵ Para una aplicación del modelo basado en la teoría del hábitat preferido a la estructura temporal, véanse J. M. Culbertson, «[The Term Structure of Interest Rates](#)», *The Quarterly Journal of Economics*, 1957, volumen 71, número 4, pp. 485-517; F. Modigliani y R. Sutch, «[Innovations in Interest Rate Policy](#)» *The American Economic Review*, volumen 56, n.º 1/2, 1966, pp. 178-197; D. Vayanos y J. L. Vila, «[A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates](#)», *Econometrica*, volumen 89, número 1, 2021, pp. 77-112.

¹⁶ Véase R. Greenwood y A. Vissing-Jorgensen, «[The Impact of Pensions and Insurance on Global Yield Curves](#)», *Harvard Business School, Working Paper* 18-109, 2018.

¹⁷ En un contexto de tipos de referencia basados íntegramente en los mercados, en teoría, las ESFP podrían eliminar su riesgo de tipo de interés duplicando la estructura de vencimientos de sus pasivos mediante inversiones en los instrumentos de mercado que componen la curva de referencia.

¹⁸ Véase R. Greenwood y D. Vayanos, «[Price Pressure in the Government Bond Market](#)», *The American Economic Review*, volumen 100, n.º 2, 2010.

¹⁹ Se considera que la evidencia obtenida del sector de seguros de Alemania es acorde con tal mecanismo de amplificación. Véase D. Domanski, Hyun Song Shin y V. Sushko, «[The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning?](#)» *IMF Economic Review*, volumen 65, 2017, pp. 113-153.

transición hacia productos de aportación definida podría aumentar la demanda de este tipo de valores. Este cambio sería acorde con el plan de acción para la unión de los mercados de capitales de 2020, que tiene como objetivo animar a los inversores institucionales a invertir más en financiación mediante valores de renta variable. Por otra parte, una reorientación continuada hacia productos vinculados a fondos de inversión podría acrecentar la importancia del sector de fondos de inversión e incrementar las interconexiones entre las instituciones financieras no bancarias.

Este cambio estructural también está desplazando el riesgo de inversión de las ESFP a los hogares. En los sistemas de aportación definida, la acumulación de ahorro para la jubilación depende más directamente de la evolución de los mercados y, en última instancia, del comportamiento de la economía. Por tanto, el ahorro para la jubilación de los hogares podría verse sujeto a mayor incertidumbre, y la desigualdad en la distribución de los ingresos de jubilación podría aumentar²⁰.

²⁰ M. Piirits y A. Võrk, «The effects on intra-generational inequality of introducing a funded pension scheme: A microsimulation analysis for Estonia», *International Social Security Review*, volumen 72, número 1, 2019, pp. 33-57.