

# Artículos

## 1 El programa de compras de emergencia frente a la pandemia: un primer análisis

Benjamin Bönninghausen, León Fernández Brennan, Laura McCabe y Julian Schumacher

### Introducción

**El BCE introdujo el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) en marzo de 2020, en respuesta a la extraordinaria perturbación económica y financiera provocada por la pandemia de coronavirus (COVID-19)**<sup>1</sup>. La pandemia irrumpió con toda su fuerza a principios de 2020 y constituyó una emergencia colectiva de salud pública sin precedentes en la historia reciente, que causó una terrible tragedia humana en todo el mundo. También fue una perturbación económica de proporciones enormes, que generó importantes disrupciones económicas en la producción, el comercio, la inversión, el empleo y el consumo. Las consecuencias económicas requerían una respuesta contundente y decidida para ayudar a los ciudadanos y a las empresas en riesgo, y las autoridades fiscales y monetarias de todo el mundo dieron esa respuesta con celeridad. En este artículo se ofrece un primer análisis de una de las piedras angulares de la respuesta de política monetaria del BCE: el anuncio del PEPP el 18 de marzo de 2020 y su posterior ejecución, que supuso la realización por parte del BCE de compras netas de valores de los sectores público y privado de la zona del euro por un importe total de 1,7 billones de euros, aproximadamente, hasta marzo de 2022. Desde la finalización de las compras netas en marzo de 2022, las operaciones en el marco del PEPP se limitan a reinversiones del principal de los valores de la cartera que van venciendo. Como se anunció en diciembre de 2021, el Consejo de Gobierno pretende reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024.

**El PEPP se diseñó con una función doble: respaldar el funcionamiento de los mercados, así como la transmisión de la política monetaria, y permitir relajar sustancialmente la orientación de la política monetaria para contrarrestar los graves riesgos a la baja para la estabilidad de precios derivados de la pandemia.** La pandemia y las medidas de contención asociadas en todo el mundo condujeron a una acusada revisión a la baja de las perspectivas económicas y financieras, y a un aumento sustancial de la incertidumbre, lo que dejó a la zona del euro con unas perspectivas de inflación a medio plazo incluso más débiles que las

<sup>1</sup> Véanse P. R. Lane, «[Monetary policy during the pandemic: the role of the PEPP](#)», discurso pronunciado en International Macroeconomics Chair Banque de France – Paris School of Economics, 31 de marzo de 2022 (y las referencias que en él se citan), y P. R. Lane, «The monetary policy response in the euro area», en B. English, K. Forbes y A. Ubide (eds.), «[Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era](#)», CEPR Press, Londres, 2021.

que había en el momento de su estallido. Las tensiones resultantes en el sistema financiero mundial aumentaron el riesgo de ventas forzadas y de espirales adversas de iliquidez. En estas condiciones, el PEPP demostró ser un instrumento fundamental adicional a las compras de activos que ya se estaban llevando a cabo en el marco del programa de compras de activos (APP) del BCE para proporcionar liquidez a los mercados y limitar el riesgo de dinámicas autocumplidas. El anuncio del PEPP logró interrumpir el rápido distanciamiento entre los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro y los tipos de interés libres de riesgo en el contexto de las turbulencias en los mercados de principios de 2020. Para ello se ha utilizado como aproximación la brecha entre los tipos OIS (*overnight index swap*) y los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro ponderados por el PIB (gráfico 1). Esta reacción fue esencial, ya que los rendimientos de la deuda soberana actúan como tipos de interés de referencia para las condiciones de financiación en el conjunto de la economía de la zona del euro y se utilizan para fijar el precio de los bonos bancarios y corporativos, así como de los préstamos bancarios a empresas y a hogares, por lo que son fundamentales para la transmisión de la política monetaria<sup>2</sup>. La estabilización de los mercados tras el anuncio del PEPP aseguró la correcta transmisión de la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE a las empresas y los hogares y, por tanto, conjuntamente con el apoyo sustancial procedente de la política fiscal a nivel de la UE, ayudó a contrarrestar la perturbación causada por la pandemia en las perspectivas de inflación<sup>3</sup>. Para respaldar la recuperación económica y salvaguardar la estabilidad de precios era necesario un mayor grado de acomodación monetaria, en forma de condiciones de financiación más favorables para las empresas y los hogares. Después de que se incrementara la dotación total del PEPP tras el anuncio inicial, este programa también fue esencial para relajar aún más la orientación de la política monetaria del BCE, al reducir el volumen de valores de los sectores público y privado en el mercado y, por ende, rebajar más sus rendimientos. En resumen, el PEPP cumplió dos funciones críticas, que se reforzaron mutuamente, para contrarrestar una perturbación sin precedentes: la estabilización de los mercados y la relajación de la orientación de la política monetaria, dos factores que se esperaba que contribuyeran significativamente a la estabilidad de precios.

---

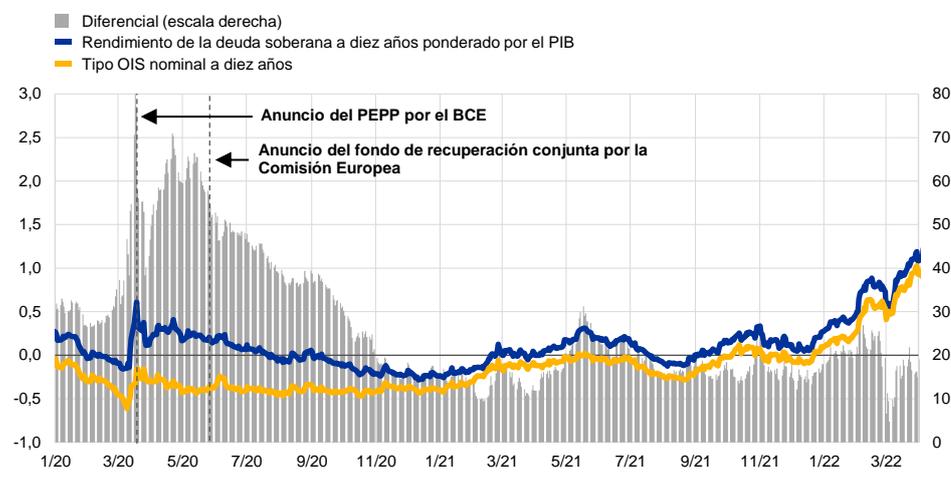
<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, P. R. Lane, «[The compass of monetary policy: favourable financing conditions](#)», discurso pronunciado en la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 25 de febrero de 2021.

<sup>3</sup> La política de *forward guidance* condicionada a la situación económica que ya aplicaba el Consejo de Gobierno del BCE antes del estallido del COVID-19 aseguró que la curva de tipos de interés libres de riesgo pudiera ajustarse a la perturbación económica adversa provocada por la pandemia. En respuesta a la pandemia y antes del anuncio del PEPP, el Consejo de Gobierno había decidido adoptar un amplio paquete de medidas de política monetaria, que incluía operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) adicionales mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, la relajación de las condiciones aplicadas en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO) y un aumento temporal del programa de compras de activos (APP), que ya estaba respaldando la convergencia de las perspectivas de inflación anteriores a la pandemia a niveles próximos al objetivo de inflación del BCE.

## Gráfico 1

### Rendimiento de la deuda soberana a diez años ponderado por el PIB y tipo OIS nominal a diez años en la zona del euro: niveles y diferencial

(porcentajes; puntos básicos)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2022.

**En este artículo se ofrece un primer análisis de la experiencia del BCE —y del Eurosistema en general— con el PEPP, poniendo el foco en sus objetivos, su ejecución y su eficacia.** Dadas las circunstancias excepcionales, inciertas y rápidamente cambiantes creadas por la pandemia, el PEPP requería un grado elevado de flexibilidad en su diseño y ejecución en comparación con el APP. El diseño y la ejecución del programa se ajustaron efectivamente a estas necesidades, sobre todo en lo que respecta a la flexibilidad incorporada, tal como se describe en las secciones 3 y 4. En consecuencia, y como ilustra la evidencia empírica descrita en la sección 5, el PEPP se convirtió en un elemento indispensable de la respuesta de política monetaria del BCE frente a la pandemia.

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

## 2 La evolución de los salarios y sus determinantes desde el inicio de la pandemia

Katalin Bodnár, Eduardo Gonçalves, Lucyna Górnicka y Gerrit Koester

### Introducción

**La pandemia de coronavirus (COVID-19) ha afectado considerablemente a los mercados de trabajo y a los indicadores del crecimiento salarial de la zona del euro.** La irrupción de la pandemia provocó la disminución más acusada del total de horas trabajadas registrada hasta la fecha. La introducción generalizada de programas de mantenimiento del empleo para contener los efectos de la pandemia ayudó a que las pérdidas de empleo se mantuvieran en niveles moderados —en particular si se comparan con la caída del PIB— e influyó en la evolución de la remuneración del trabajo. Las medidas de contención y los cambios en la oferta y la demanda de bienes y servicios derivados de la pandemia también se plasmaron en unas dinámicas salariales y de empleo más heterogéneas por sectores. Más recientemente, el avance de los salarios ha estado impulsado por la fortaleza excepcional del repunte de la economía tras su reapertura y por la invasión rusa de Ucrania, que han contribuido a una escalada sin precedentes de la inflación de los precios de consumo. Al mismo tiempo, la confianza de los consumidores en la zona del euro experimentó un brusco descenso a raíz de la invasión y la incertidumbre sobre las perspectivas económicas se intensificó. La combinación de estos factores ha dificultado enormemente el análisis de las presiones salariales subyacentes y de las perspectivas de crecimiento de los salarios. A estas dificultades se han sumado cuestiones relacionadas con el tratamiento estadístico de las ayudas públicas concedidas en el contexto de los programas de mantenimiento del empleo.

**Los indicadores del crecimiento salarial han sido sumamente volátiles desde el inicio de la pandemia, debido, en parte, al impacto de los programas de mantenimiento del empleo, lo que ha complicado el análisis de la evolución de los salarios.** Las grandes fluctuaciones de las horas trabajadas y —en mucha menor medida— del empleo relacionadas con la pandemia se han traducido en una mayor volatilidad de las tasas de avance interanual de la remuneración por asalariado y de la remuneración por hora, que suelen ser los principales indicadores utilizados para analizar el crecimiento salarial en la zona del euro<sup>1</sup>. Los programas de mantenimiento del empleo introducidos por los Gobiernos para evitar pérdidas de empleo a gran escala han tenido un efecto distinto en el empleo y en las horas trabajadas, generando una brecha entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el de la remuneración por hora. El diferente tratamiento estadístico de

<sup>1</sup> Para información más detallada, véase C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis y M. Porqueddu, (eds.), «[Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 232, BCE, Frankfurt am Main, septiembre de 2019, revisado en diciembre de 2020.

estas medidas de apoyo también ha dificultado la comparación de la evolución de los salarios entre los países de la zona del euro.

**En este entorno económico atípico, los modelos empíricos estándar contribuyen solo de forma limitada al análisis de la evolución salarial en la zona del euro.** Normalmente, la evolución de los salarios se puede analizar sobre la base de regularidades empíricas observando la curva de Phillips, que asocia el crecimiento de los salarios con el grado de holgura de la economía o del mercado de trabajo, la inflación pasada y/o prevista, y la productividad. Sin embargo, durante la pandemia, los indicadores de crecimiento salarial, así como los de actividad económica y de holgura del mercado laboral, han seguido patrones que se desvían significativamente de las regularidades históricas, lo que ha dificultado la interpretación de los resultados obtenidos de los modelos empíricos habituales<sup>2</sup>. Por ello, el análisis de las presiones salariales subyacentes se ha tornado mucho más complejo y requiere un estudio en profundidad del impacto de la pandemia en los distintos indicadores del crecimiento de los salarios.

**En este artículo se analiza la evolución de los salarios y los principales factores que han influido en ella desde el inicio de la pandemia.** En primer lugar, se examina la evolución de un amplio conjunto de indicadores de salarios para la zona del euro desde el comienzo de la pandemia y se considera si son útiles para señalar las presiones salariales. También se proponen enfoques para corregir el impacto de los programas de mantenimiento del empleo en el crecimiento de la remuneración por asalariado y de la remuneración por hora. A continuación, se estudian las diferencias sectoriales en la evolución de los salarios como consecuencia del impacto heterogéneo de la perturbación generada por la pandemia. Por último, se analiza el efecto de la inflación en el crecimiento salarial en la zona del euro considerando la evolución de los salarios reales en términos de precios de consumo y de producción en la economía en su conjunto y en sus sectores más importantes.

## Conclusiones

**La pandemia de COVID-19 y las medidas públicas adoptadas para amortiguar su impacto han generado una volatilidad excepcionalmente elevada en los indicadores del crecimiento salarial, lo que dificulta el análisis de la evolución de los salarios.** Los efectos de los programas de mantenimiento del empleo introducidos por los Gobiernos para evitar pérdidas de empleo a gran escala han desempeñado un papel fundamental a este respecto. En este entorno económico atípico, la contribución de los modelos empíricos consolidados, como las regresiones de la curva de Phillips de salarios, al análisis de la evolución salarial en la zona del euro es solo limitada. Esto se debe a que los indicadores de salarios y sus principales determinantes han seguido patrones muy alejados de las

---

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, E. Bobeica y B. Hartwig, «[The COVID-19 shock and challenges for time series models](#)», *Working Paper Series*, n.º 2558, BCE, Frankfurt am Main, mayo de 2021, o M. Lenza y G. E. Primiceri, «[How to estimate a VAR after March 2020](#)», *Working Paper Series*, n.º 2461, BCE, Frankfurt am Main, agosto de 2020.

regularidades históricas. Su volatilidad puede entenderse si se tienen en cuenta las distorsiones estadísticas derivadas de los programas de mantenimiento del empleo.

**Las estimaciones del crecimiento subyacente de los salarios se han mantenido en niveles relativamente moderados, en promedio, desde que se inició la pandemia, si bien más recientemente han empezado a aumentar.** Al corregir, utilizando distintos métodos, los efectos de los programas de mantenimiento del empleo en el crecimiento de la remuneración por asalariado, durante el período comprendido entre el inicio de la pandemia y el segundo trimestre de 2022, dicho crecimiento se aproxima bastante a su media histórica.

**Por el momento, no hay evidencia de que se haya producido un cambio en la tendencia de crecimiento salarial en términos de remuneración por asalariado desde el inicio de la pandemia.** Si no se tiene en cuenta la volatilidad observada en los dos últimos años, los principales indicadores salariales, como la remuneración por asalariado y la remuneración por hora, se sitúan actualmente en niveles algo superiores a los implícitos en sus tendencias de largo plazo previas a la pandemia. El crecimiento de la remuneración por asalariado, corregido de los efectos relacionados con la pandemia, prácticamente ha retomado su tendencia de largo plazo anterior a la pandemia.

**Al margen de las distorsiones en los indicadores salariales asociadas a la pandemia, que han mostrado una gran heterogeneidad sectorial, se aprecian señales de un avance más vigoroso de los salarios en ramas del sector servicios.** Los salarios se sitúan por encima de sus niveles previos a la pandemia sobre todo en aquellas ramas de servicios en las que la reciente escasez de mano de obra ha sido acusada.

**Si se tiene en cuenta el impacto de la inflación, los salarios reales en términos de precios de consumo son ahora sustancialmente más bajos que antes de la pandemia.** Esto podría llevar a los sindicatos a demandar mayores incrementos salariales en las próximas negociaciones, sobre todo en sectores con salarios más reducidos. Para el total de la economía, los salarios reales en términos de precios de producción han disminuido mucho menos que en términos de precios de consumo si se comparan con los niveles previos a la pandemia, en el cuarto trimestre de 2019, en gran parte como consecuencia de la evolución salarial en los servicios no intensivos en contacto.

**De cara al futuro, se espera que el avance de los salarios sea muy vigoroso en los próximos trimestres en comparación con los patrones históricos.** Esto se debe a la solidez de los mercados de trabajo, que hasta ahora no se han visto afectados de forma sustancial por la desaceleración de la economía, a las subidas de los salarios mínimos nacionales y a cierta convergencia entre los salarios y las elevadas tasas de inflación. Más allá del corto plazo, es probable que las expectativas de ralentización de la economía en la zona del euro y la incertidumbre sobre las perspectivas económicas presionen a la baja el crecimiento salarial.

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