



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 1 / 2021



# Índice

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria</b>  | <b>2</b>  |
| Resumen  | 2         |
| 1 Entorno exterior   | 6         |
| 2 Evolución financiera   | 10        |
| 3 Actividad económica  | 13        |
| 4 Precios y costes   | 19        |
| 5 Dinero y crédito   | 23        |
| <b>Recuadros</b>   | <b>28</b> |
| 1 Restricciones provocadas por la pandemia e inflación en las economías avanzadas  | 28        |
| 2 Giro a la normalidad: el impacto de las noticias relacionadas con las vacunas contra el COVID-19 sobre los mercados financieros mundiales            | 33        |
| 3 El impacto económico de la pandemia: factores determinantes de las diferencias regionales  | 38        |
| 4 El análisis de riesgos basado en modelos durante la pandemia: presentación del modelo ECB-BASIR  | 42        |
| 5 Gasto en vivienda y vivienda en propiedad en la zona del euro  | 47        |
| 6 Los precios de los servicios de turismo y viajes durante la pandemia de COVID-19: ¿hay similitudes entre países y componentes?                       | 52        |
| <b>Artículos</b>   | <b>58</b> |
| 1 El diálogo del BCE con las empresas no financieras   | 58        |
| 2 El papel de los factores de demanda y de oferta en la inflación medida por el IAPC durante la pandemia de COVID-19 desde una perspectiva desagregada | 59        |
| 3 Respuestas iniciales de la política fiscal de los países de la zona del euro a la crisis del COVID-19  | 62        |

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

El inicio de las campañas de vacunación en la zona del euro es un hito importante en la resolución de la actual crisis sanitaria. Sin embargo, la pandemia sigue planteando graves riesgos para la salud pública y para la economía de la zona del euro y mundial. El nuevo aumento de los contagios por coronavirus (COVID-19) y las restrictivas y prolongadas medidas de contención impuestas en muchos países de la zona del euro están alterando la actividad económica. Aunque la actividad en el sector manufacturero continúa resistiendo bien, en el sector servicios se está viendo gravemente frenada, si bien en menor medida que durante la primera ola de la pandemia en los primeros meses de 2020. El producto se habría contraído en el cuarto trimestre de 2020 y la intensificación de la pandemia implica algunos riesgos a la baja para las perspectivas económicas a corto plazo. La inflación sigue en niveles muy bajos, en un contexto de falta de dinamismo de la demanda y de holgura significativa en los mercados de trabajo y de productos. En conjunto, los datos más recientes confirman la anterior evaluación de referencia del Consejo de Gobierno, que preveía un impacto pronunciado de la pandemia en la economía a corto plazo y una debilidad prolongada de la inflación.

En este entorno, un amplio estímulo monetario continúa siendo esencial para preservar unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia en todos los sectores de la economía. Al contribuir a reducir la incertidumbre y fomentar la confianza, esto alentará el gasto en consumo y la inversión empresarial, lo que respaldará la actividad económica y salvaguardará la estabilidad de precios a medio plazo. Al mismo tiempo, la incertidumbre sigue siendo elevada, también en lo referido a la evolución de la pandemia y a la rapidez de las campañas de vacunación. El Consejo de Gobierno continuará haciendo un seguimiento de la evolución del tipo de cambio en relación con sus posibles efectos para las perspectivas de inflación a medio plazo. El Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

La recuperación de la economía mundial continuó a finales de 2020, en un entorno de aumento de los factores adversos derivados de la reintensificación de la pandemia. La actividad económica en las manufacturas y los servicios sigue siendo robusta, aunque la prolongación de los confinamientos en los países más gravemente afectados por la pandemia plantea cada vez más riesgos a la baja. El comercio mundial continúa recuperándose, pese a algunas señales de pérdida de impulso hacia finales de 2020. Las condiciones financieras globales siguen siendo muy acomodaticias y los mercados bursátiles se vieron estimulados por las noticias relacionadas con las vacunas contra el COVID-19, las políticas fiscales expansivas y

la menor incertidumbre en torno a las relaciones comerciales futuras entre la Unión Europea y el Reino Unido.

Durante el período de referencia (del 10 de diciembre de 2020 al 20 de enero de 2021), la curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se desplazó al alza y se aplanó, lo que, de hecho, eliminó la mayor parte de su inversión anterior. En general, la percepción de riesgos mejoró y los indicadores de mercado globales de las expectativas de inflación aumentaron como consecuencia de los desarrollos en Estados Unidos. Por consiguiente, la curva de tipos libres de riesgo de la zona del euro no sugiere expectativas claras de los mercados de un recorte inminente de los tipos de interés. Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro se incrementaron ligeramente, aunque permanecieron en niveles muy reducidos en general. Los activos de riesgo registraron una buena evolución y las cotizaciones aumentaron a ambos lados del Atlántico. Las revalorizaciones de las acciones en Estados Unidos fueron superiores a las de la zona del euro y alcanzaron nuevos máximos históricos. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente.

Después de la caída sin precedentes que registró el producto de la zona del euro en la primera mitad de 2020, el crecimiento económico repuntó con fuerza en el tercer trimestre del año. Sin embargo, los últimos datos económicos, la información procedente de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad habría descendido en el cuarto trimestre de 2020, debido al rebrote de la pandemia y a la consiguiente intensificación de las medidas de contención, y que también se vería afectada en el primer trimestre de este año. Este perfil está básicamente en línea con el escenario central de las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2020. Mientras que la actividad en el sector servicios se está viendo seriamente restringida por el endurecimiento de las medidas de contención (aunque en menor medida que durante la primera ola de la pandemia en la primavera de 2020), en el sector manufacturero sigue resistiendo bien. Pese a que el crecimiento será débil —y, muy posiblemente, negativo— en el cuarto trimestre, la capacidad de resistencia relativa del sector industrial apunta a ciertos riesgos al alza. Se espera que los patrones de crecimiento en la zona del euro continúen siendo heterogéneos, tanto entre sectores como entre países. De cara al futuro, la distribución de las vacunas, que comenzó a finales de diciembre, permite albergar una mayor confianza en la resolución de la crisis sanitaria. Sin embargo, pasará tiempo hasta lograr la inmunidad colectiva, y no pueden descartarse nuevos acontecimientos adversos relacionados con la pandemia, que entrañarán retos para la salud pública y las perspectivas económicas. A medio plazo, la recuperación de la economía de la zona del euro debería verse respaldada por unas condiciones de financiación favorables, una orientación expansiva de la política fiscal y una recuperación de la demanda a medida que se levanten las medidas de contención y disminuya la incertidumbre.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del  $-0,3\%$  en diciembre, sin variación por cuarto mes consecutivo. Se espera que la inflación general pase a terreno positivo a principios de 2021, como consecuencia del final de

la rebaja temporal del IVA en Alemania, de efectos base alcistas en la tasa de variación de los precios de la energía y del impacto de las recientes subidas del precio del petróleo. No obstante, las presiones subyacentes sobre los precios seguirán siendo moderadas, debido a la debilidad de la demanda, especialmente en los sectores de turismo y viajes, así como a las bajas presiones salariales y a la apreciación del tipo de cambio del euro. Una vez que el impacto de la pandemia desaparezca, la recuperación de la demanda, apoyada por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, ejercerá presiones alcistas sobre la inflación a medio plazo. Los indicadores de opinión y de mercado relativos a las expectativas de inflación a largo plazo continúan en niveles bajos, aunque los de mercado han aumentado ligeramente.

En noviembre de 2020, la dinámica monetaria de la zona del euro siguió reflejando el impacto de la crisis del coronavirus. El crecimiento del agregado monetario amplio volvió a aumentar, mientras que el de los préstamos al sector privado se mantuvo estable, debido a la moderación de los préstamos a las sociedades no financieras y a la fortaleza de los préstamos a los hogares. La fuerte expansión del dinero continuó estando respaldada por las actuales compras de activos por parte del Eurosistema, que siguen siendo la principal fuente de creación de dinero. Los criterios de concesión de préstamos a empresas y a hogares continuaron endureciéndose en el cuarto trimestre de 2020 en el contexto de nuevas restricciones relacionadas con el COVID-19. Los favorables tipos de interés del crédito siguieron sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro.

En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió reconfirmar la orientación muy acomodaticia de su política monetaria.

En primer lugar, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantendrán sin variación en el 0,00 %, 0,25 % y -0,50 %, respectivamente. El Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en su horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

En segundo lugar, el Consejo de Gobierno continuará las compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) con una dotación total de 1.850 mm de euros. Además, efectuará compras netas de activos en el marco del PEPP al menos hasta el final de marzo de 2022 y, en todo caso, hasta que considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. Las compras en el marco del PEPP se realizarán para mantener unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia. Si las condiciones de financiación favorables pueden mantenerse con unos flujos de compras de activos que no agoten la dotación del programa durante el horizonte de las compras netas del PEPP, no será necesario utilizar la dotación íntegramente. Asimismo, esta dotación puede recalibrarse si es necesario para mantener unas condiciones de financiación favorables que contribuyan a contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de la inflación.

El Consejo de Gobierno continuará reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2023. En todo caso, la futura extinción de la cartera del PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

En tercer lugar, las compras netas en el marco del programa de compras de activos (APP) continuarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros. El Consejo de Gobierno sigue esperando que las compras mensuales netas en el marco del APP prosigan durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos oficiales y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

El Consejo de Gobierno tiene también la intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

Por último, el Consejo de Gobierno continuará proporcionando liquidez abundante a través de sus operaciones de financiación. En particular, la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) sigue siendo una atractiva fuente de financiación para las entidades de crédito, lo que apoya el crédito bancario a las empresas y a los hogares.

El Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

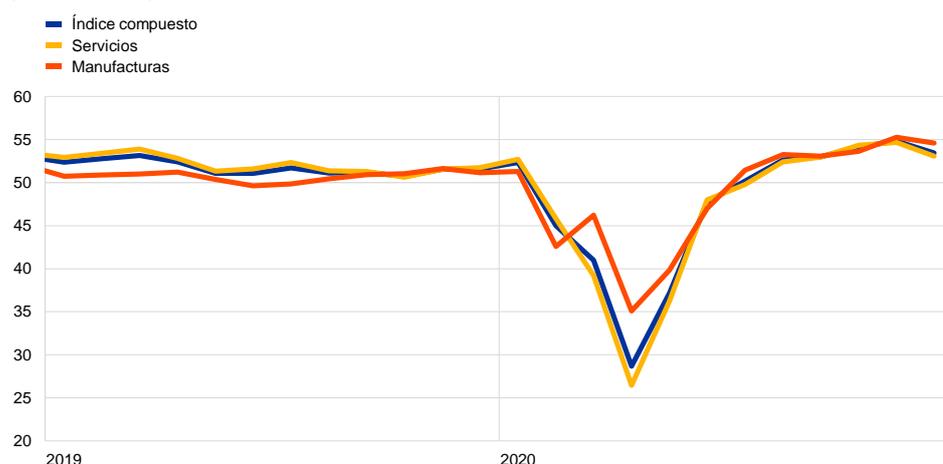
## 1 Entorno exterior

**La recuperación de la actividad económica mundial continuó hacia finales de 2020, en un entorno de aumento de los factores adversos derivados de la reintensificación de la pandemia.** Los nuevos contagios diarios por coronavirus (COVID-19) siguieron incrementándose en todo el mundo. Sin embargo, la ola más reciente de la pandemia y las medidas de contención asociadas han afectado a la actividad económica con menos intensidad que la primera ola de marzo y abril de 2020. Esto se observa en los valores del índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) global de manufacturas y de servicios (excluida la zona del euro), que a finales de 2020 permanecían en niveles considerablemente más elevados que durante la primera ola, en la que registraron descensos acusados (gráfico 1). De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento mundial en 2021 dependerán de la evolución de la pandemia y de los avances en las vacunaciones.

### Gráfico 1

PMI de actividad compuesto global (excluida la zona del euro)

(Índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2020.

**Los riesgos para las perspectivas globales siguen sesgados a la baja, debido al rebrote de la pandemia de COVID-19.** El aumento de los nuevos contagios diarios por COVID-19 en todo el mundo está obstaculizando la recuperación económica global. Los países que se están viendo seriamente afectados por el COVID-19 han frenado su ritmo de crecimiento. Al mismo tiempo, se observan riesgos al alza asociados a la disminución de la incertidumbre en torno a las relaciones comerciales entre la Unión Europea (UE) y el Reino Unido, así como a la posibilidad de que la dotación del paquete de apoyo fiscal de Estados Unidos sea mayor de lo esperado, dada la nueva composición de su Senado. Con todo, el avance más lento de lo esperado en la distribución de las vacunas y la nueva intensificación de la pandemia también podrían acarrear confinamientos más estrictos y prolongados que lastrarán las perspectivas de crecimiento mundial.

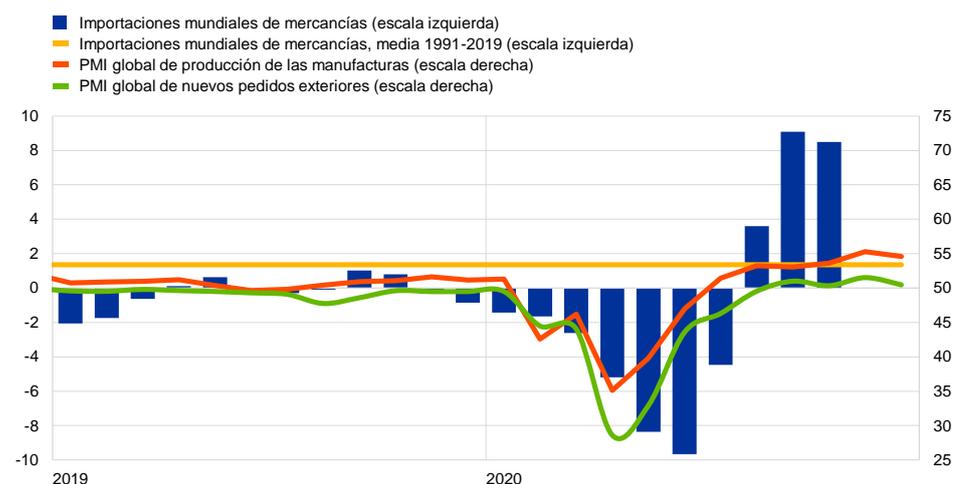
**Las condiciones financieras globales continúan siendo muy acomodaticias, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.** Los mercados de renta variable repuntaron, impulsados por los desarrollos relacionados con la vacuna contra el COVID-19, así como por las actuaciones de apoyo de los bancos centrales, las políticas fiscales expansivas y la menor incertidumbre sobre las relaciones comerciales futuras entre la UE y el Reino Unido. En las economías emergentes, los precios de las acciones han registrado aumentos pronunciados, una evolución acorde con los elevados flujos de entrada de inversiones de cartera en fondos de renta fija y de renta variable de estos países, que ahora han compensado el récord de salidas observadas al principio de la crisis del COVID-19. Las pérdidas que experimentaron las monedas de las economías emergentes en marzo de 2020 también continuaron compensándose, aunque los tipos de cambio se mantienen en niveles sustancialmente inferiores a los observados antes de la pandemia.

**La recuperación del comercio mundial continúa, aunque se observan algunas señales de pérdida de impulso.** En el tercer trimestre de 2020, los datos sobre el comercio de bienes apuntaban a una recuperación generalizada en distintas categorías. En particular, los bienes intermedios fueron un importante motor de las exportaciones globales en el tercer trimestre, lo que pone en evidencia la capacidad de resistencia de las cadenas globales de valor. Al mismo tiempo, el PMI global de nuevos pedidos exteriores (excluida la zona del euro) retrocedió en diciembre, lo que indica cierta moderación del ritmo de crecimiento del comercio mundial hacia finales de 2020 (gráfico 2).

## Gráfico 2

### Encuestas y comercio mundial de bienes (excluida la zona del euro)

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índices de difusión)



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2020 (importaciones mundiales de mercancías) y a diciembre de 2020 (PMI).

**La inflación mundial fue estable en noviembre.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, la inflación interanual medida por los precios de consumo se mantuvo en el 1,2 % en noviembre, mientras que la

inflación, excluidos la energía y los alimentos, permaneció en el 1,6 %. De cara al futuro, se espera que las presiones inflacionistas globales sobre los salarios y los precios sigan siendo contenidas, en un contexto de amplio exceso de capacidad productiva en la mayoría de las economías.

**Los precios de las materias primas han seguido registrando subidas generalizadas desde la última reunión del Consejo de Gobierno, superiores al 10 % en el caso de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas.**

El repunte que han experimentado los precios de la mayoría de las materias primas en los últimos meses ha estado impulsado por el aumento de la demanda mundial tras la recuperación de la perturbación originada por el COVID-19. La demanda de metales por parte de China parece ser particularmente intensa. Los precios del cobre también se han visto respaldados por programas públicos relacionados con proyectos de infraestructuras renovables y vehículos eléctricos, que suelen requerir un uso intensivo de esta materia prima. Los precios de los alimentos se han visto favorecidos por la elevada demanda, ya que los Gobiernos hacen acopio de existencias, así como por disrupciones de oferta debidas al calor y a la sequía en Sudamérica. Además de la contribución de la creciente demanda, a principios de enero, los precios del petróleo también se beneficiaron del anuncio de Arabia Saudí de que recortaría voluntariamente la oferta de crudo en un millón de barriles diarios.

**En Estados Unidos, la actividad económica se benefició de nuevas medidas de estímulo fiscal, en un contexto en el que la debilidad del mercado de trabajo está teniendo efectos adversos.**

Después de una intensa recuperación del crecimiento económico en el tercer trimestre de 2020, se espera una ralentización en el cuarto. Al mismo tiempo, hacia finales del año pasado se llegó a un acuerdo sobre un importante nuevo paquete de estímulo fiscal que apoyará el consumo en unos momentos en los que el mercado laboral sigue falto de dinamismo. Es probable que la nueva Administración estadounidense apruebe medidas de estímulo adicionales. Mientras, predomina la debilidad del mercado de trabajo, como sugieren las crecientes pérdidas permanentes de puestos de trabajo observadas hasta noviembre, mientras que el número de nuevas ofertas de empleo continúa por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. La tasa de paro siguió siendo elevada en noviembre (el 6,7 %), respaldada por la disminución de los despidos temporales. En general, la baja confianza de los consumidores, junto con el aumento de los nuevos contagios diarios por COVID-19, constituyen riesgos a la baja para la actividad económica.

**En Japón, la recuperación económica se estancó hacia finales de 2020.**

Aunque el consumo mantuvo un dinamismo relativo, el crecimiento de la producción industrial descendió en noviembre, mientras que el PMI de servicios permanece por debajo del valor neutral, lo que señala una debilidad persistente. Aunque un nuevo paquete fiscal por importe de alrededor del 3,5 % del PIB respaldará la actividad en el corto plazo, la tercera ola de contagios por COVID-19 está propiciando la adopción de medidas de confinamiento adicionales que afectarán a las perspectivas de crecimiento.

**En el Reino Unido, pese al apoyo procedente del acuerdo comercial alcanzado recientemente con la UE, el ritmo de crecimiento a corto plazo sigue siendo débil.** El 24 de diciembre de 2020, la UE y el Reino Unido anunciaron que habían llegado a un acuerdo sobre su relación futura, que garantiza que no se aplicarán aranceles ni contingentes al comercio de bienes. Sin embargo, las empresas afrontan cargas administrativas adicionales y procesos más largos en las fronteras, debido a los controles aduaneros y reglamentarios. Aunque esto reduce la incertidumbre en torno a las negociaciones del Brexit, el empeoramiento de la pandemia y el deterioro de las condiciones del mercado de trabajo siguen afectando negativamente a la confianza de los consumidores y a la demanda. Los datos mensuales oficiales sobre el PIB del Reino Unido y las encuestas señalan que el crecimiento cayó en terreno negativo en el cuarto trimestre de 2020. Además, la situación de la pandemia se agravó en diciembre, en un contexto de aparición de una mutación más contagiosa del virus. El Gobierno impuso un confinamiento estricto en todo el país que se mantendrá al menos hasta mediados de febrero y que debilitará aún más la actividad económica.

**China, por el contrario, continuó su sólida recuperación.** En el cuarto trimestre, el PIB de este país se incrementó un 2,6 % (en tasa intertrimestral), con lo que su avance interanual en 2020 fue del 2,3 %. Esta evolución hace que China haya sido uno de los pocos países del mundo que registró un crecimiento económico positivo en 2020. Las cifras del PIB correspondientes al último trimestre de 2020 indican que el ritmo de recuperación se ha extendido de la inversión al consumo. Los datos del PMI también señalan que los servicios están cobrando fuerza porque, en general, la pandemia sigue bajo control en este país, pese a los confinamientos impuestos en varios municipios por nuevos contagios.

## 2 Evolución financiera

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -47 y -56 puntos básicos, respectivamente<sup>1</sup>, durante el período considerado (del 10 de diciembre de 2020 al 20 de enero de 2021).** En el mismo período, el exceso de liquidez aumentó en 86 mm de euros, aproximadamente, y se situó en torno a los 3.537 mm de euros. Este incremento reflejó, sobre todo, las compras de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), que fueron parcialmente contrarrestadas por los factores autónomos y los reembolsos voluntarios de las operaciones TLTRO II. Durante el período analizado no se efectuaron operaciones TLTRO III.

**Al mismo tiempo, la curva de tipos *forward* del eonia se desplazó al alza y se aplanó, lo que, de hecho, eliminó la mayor parte de su inversión anterior.** En la actualidad, la curva de tipos *forward* no sugiere expectativas claras de los mercados de un recorte inminente de los tipos de interés<sup>2</sup>. Los tipos *forward* del eonia siguen siendo inferiores a cero para horizontes hasta 2028, lo que indica que los mercados continúan esperando un período prolongado de tipos de interés negativos.

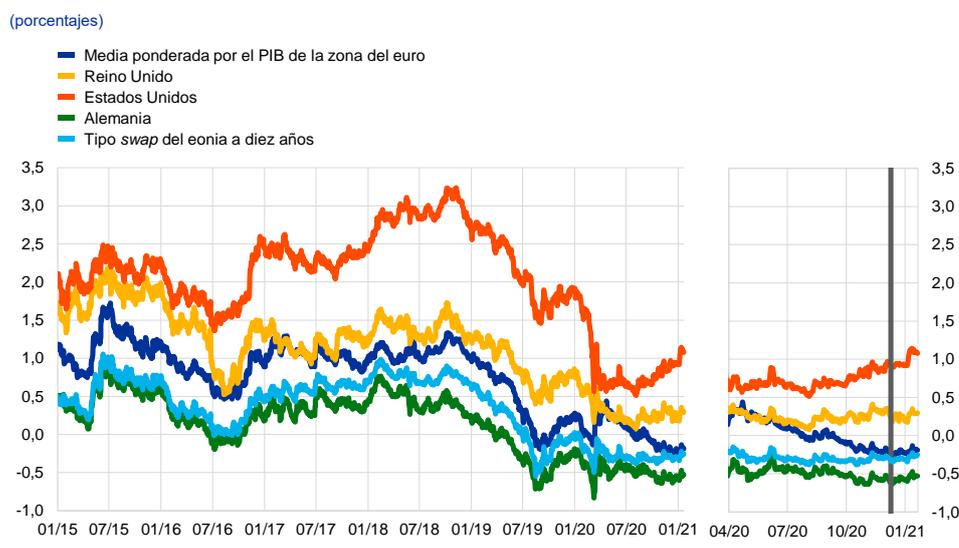
**En el período de referencia, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo aumentaron ligeramente en la zona del euro, aunque se mantuvieron en niveles muy bajos en general, mientras que en otras jurisdicciones importantes se incrementaron de manera más acusada.** El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó 5 puntos básicos, hasta situarse en el -0,19 % (véase gráfico 3), lo que constituyó una escasa reacción a la reunión de diciembre del Consejo de Gobierno, al Acuerdo de Comercio y Cooperación entre la UE y el Reino Unido que se anunció el 24 de diciembre de 2020 y a las noticias relacionadas con la pandemia. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años del Reino Unido y de Estados Unidos mostraron mayor volatilidad y se incrementaron en 10 y 17 puntos básicos, respectivamente. Esta evolución refleja, sobre todo, una tendencia de «reflación» global impulsada por el crecimiento de las expectativas de inflación en Estados Unidos desde principios de enero.

<sup>1</sup> La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019, y ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

<sup>2</sup> Esta valoración refleja la información procedente de los resultados de las últimas encuestas y estimaciones empíricas de expectativas «genuinas» relativas a los tipos de interés, es decir, tipos *forward* netos de primas por plazo.

### Gráfico 3

#### Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de diciembre de 2020). La ventana ampliada muestra la evolución de los rendimientos soberanos desde el 1 de abril de 2020. Las últimas observaciones corresponden al 20 de enero de 2021.

**Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos libres de riesgo apenas variaron.** En algunos países, los rendimientos de la deuda soberana aumentaron a principios de enero, prácticamente en paralelo a los tipos libres de riesgo. En concreto, los diferenciales soberanos a diez años de Alemania, Francia, Italia, España y Portugal fluctuaron 0, -3, -1, -2 y -2 puntos básicos, hasta situarse en -0,27, -0,05, 0,84, 0,33 y 0,29 puntos porcentuales, respectivamente. El diferencial soberano a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB (con respecto al tipo de interés libre de riesgo correspondiente) se redujo, por tanto, 2 puntos básicos—hasta los 0,06 puntos porcentuales— y, en consecuencia, se mantuvo por debajo del nivel observado antes de la pandemia, en febrero de 2020.

**Las cotizaciones aumentaron a ambos lados del Atlántico, y las revalorizaciones de las acciones en Estados Unidos fueron superiores a las de la zona del euro y alcanzaron nuevos máximos históricos.** Las cotizaciones de Estados Unidos y de Europa se beneficiaron de la mejora de la percepción de riesgos, impulsada, en parte, por la tendencia de «reflación» global que se ha observado desde principios de enero. En la zona del euro, los precios de las acciones de las sociedades no financieras aumentaron un 4,3 % por encima de los niveles registrados al comienzo del período considerado. Las cotizaciones bancarias también se incrementaron, aunque de forma menos pronunciada (un 1,1 %). En Estados Unidos, las cotizaciones de las sociedades no financieras se revalorizaron un 5,5 %—básicamente en línea con sus equivalentes de la zona del euro—, mientras que el alza en las del sector bancario fue significativa (un 10,6 %).

**Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro permanecieron estables, en general, y se sitúan ligeramente por encima de los**

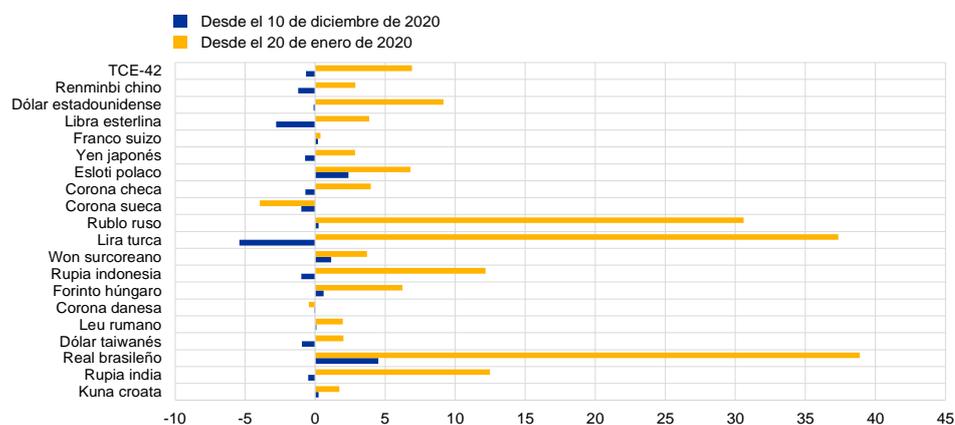
**niveles anteriores a la pandemia en algunos sectores.** Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero con respecto al tipo de interés libre de riesgo se mantuvieron estables durante el período de referencia y se situaron en 59 y 70 puntos básicos, respectivamente, el 20 de enero de 2021. En conjunto, solo se han producido pequeñas fluctuaciones en los diferenciales de los valores de renta fija privada desde la reunión de diciembre del Consejo de Gobierno, y las condiciones actuales parecen reflejar, en gran medida, el respaldo continuado de las políticas monetaria y fiscal.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente (gráfico 4).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 0,7 %. En cuanto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro perdió valor frente a la libra esterlina (2,8 %), principalmente como consecuencia de la apreciación de la libra tras la conclusión del proceso del Brexit con el anuncio del Acuerdo de Comercio y Cooperación entre la UE y el Reino Unido. En un contexto de estabilización de la percepción de riesgos a escala global, la moneda única se apreció ligeramente frente al franco suizo (0,2 %), mientras que se depreció de forma moderada frente al yen japonés (0,7 %) y al dólar estadounidense (0,1 %). El euro se debilitó frente a la lira turca (5,4 %) y al renminbi chino (1,2 %), y se fortaleció frente al real brasileño (4,5 %).

#### Gráfico 4

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a una selección de monedas

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 20 de enero de 2021.

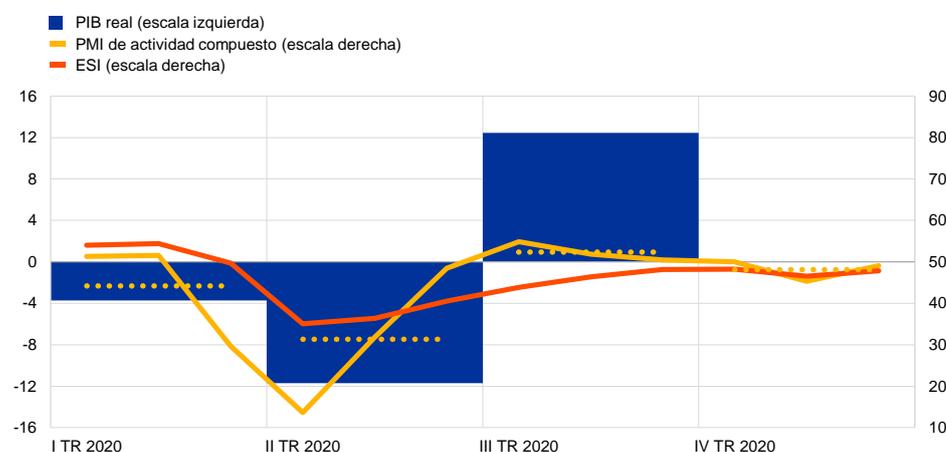
### 3 Actividad económica

**Después de la caída acusada y profunda que registró el producto de la zona del euro en la primera mitad de 2020, el crecimiento económico repuntó con fuerza en el tercer trimestre, pero podría haberse tornado negativo de nuevo en el cuarto.** La actividad económica total aumentó un 12,4 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2020, tras experimentar retrocesos del 11,7 % y del 3,7 % en el segundo y primer trimestre de 2020, respectivamente (gráfico 5). El desglose del crecimiento en el tercer trimestre muestra que la recuperación del producto fue generalizada y que la expansión de la demanda interna y de la demanda exterior neta contribuyó positivamente a su avance, con un total de 11,4 y 2,3 puntos porcentuales, respectivamente, mientras que la aportación de la variación de existencias fue negativa (1,2 puntos porcentuales). Tanto la información cuantitativa como los resultados de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia apuntan a que el PIB habría vuelto a descender en el cuarto trimestre, básicamente en línea con las expectativas, lo que refleja la intensificación de las medidas de contención debido al nuevo aumento de las tasas de contagio por COVID-19. Mientras que la actividad en el sector servicios se está viendo seriamente restringida (aunque en menor medida que durante la primera ola en la primavera de 2020), en las manufacturas continúa resistiendo bien. Se espera que los patrones de crecimiento de la zona del euro sigan siendo heterogéneos entre sectores, y que los servicios sean el sector más perjudicado por la pandemia (debido, en parte, a su sensibilidad a las medidas de distanciamiento social). Lo mismo puede decirse de los distintos países, en los que la evolución del producto dependerá de las tasas de contagio y de los esfuerzos para contener la pandemia. En el [recuadro 3](#) de este Boletín Económico se analizan los factores determinantes de las diferencias regionales en el impacto económico de la pandemia en las cuatro economías de mayor tamaño de la zona del euro durante la fase inicial de la pandemia.

## Gráfico 5

### PIB real de la zona del euro, PMI de actividad compuesto e indicador de sentimiento económico (ESI)

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI). Las líneas discontinuas muestran las medias trimestrales de las observaciones mensuales del PMI. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2020 para el PIB real y a diciembre de 2020 para el ESI y el PMI.

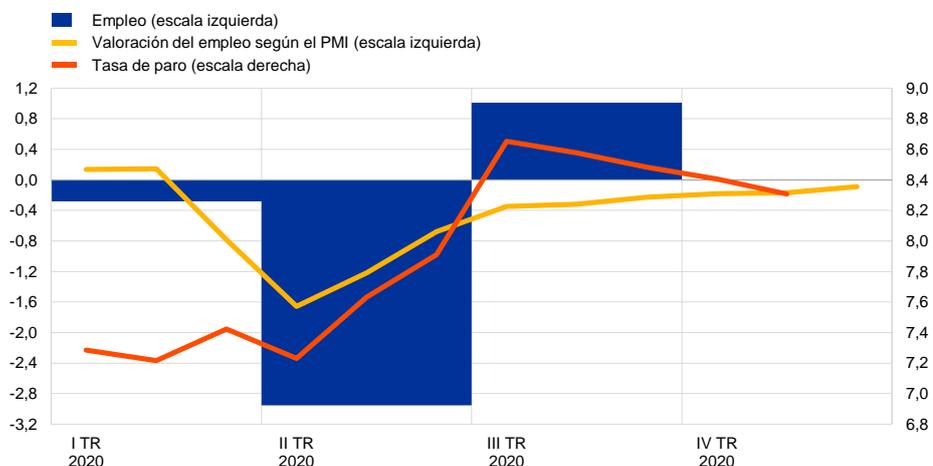
**La tasa de paro de la zona del euro siguió descendiendo en noviembre de 2020, ayudada por el incremento del número de trabajadores sujetos a programas de regulación temporal de empleo.** La tasa de paro se situó en el 8,3 % en noviembre, frente al 8,4 % de octubre y a un nivel justo por debajo del 8,7 % en julio (gráfico 6). Al mismo tiempo, la tasa de noviembre seguía siendo alrededor de 1,1 puntos porcentuales superior a la observada en febrero, antes de la irrupción de la pandemia de COVID-19. Los programas de mantenimiento del empleo continuaron suavizando la evolución del mercado de trabajo, con una cobertura estimada del 5,8 % de la población activa en noviembre, frente a aproximadamente el 5 % en octubre, en respuesta a las medidas de confinamiento más recientes<sup>3</sup>. El empleo creció un 1 % en el tercer trimestre de 2020, tras experimentar un retroceso del 3 % en el segundo. Con todo, pese a esa mejora, todavía se situaba un 2,2 % por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2019. El total de horas trabajadas aumentó un 14,8 % en el tercer trimestre, después de descender un 13,6 % en el segundo, pero se mantuvo un 4,6 % por debajo del valor del cuarto trimestre de 2019. Aún no se dispone de información sobre el empleo y las horas trabajadas en el cuarto trimestre de 2020.

<sup>3</sup> Véase el artículo titulado «The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

## Gráfico 6

### Empleo, valoración del empleo según el PMI y tasa de paro en la zona del euro

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; escala derecha: porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2020 para el empleo, a diciembre de 2020 para el PMI y a noviembre de 2020 para la tasa de paro.

### Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo han continuado mejorando ligeramente, pero todavía señalan una evolución contractiva. El

PMI mensual relativo al empleo aumentó de forma marginal y se situó en 49,1 en diciembre —su octavo incremento consecutivo—, frente a un nivel de 48,3 en noviembre y de 48,2 en octubre (gráfico 6). Este indicador se ha recuperado sustancialmente desde el mínimo histórico registrado en abril de 2020. Con todo, sigue apuntando a una contracción del empleo y podría interpretarse como una indicación temprana de unas perspectivas de empleo débiles en los próximos meses.

### Después de aumentar aproximadamente un 14 % en el tercer trimestre, el gasto en consumo descendió en el cuarto trimestre, al endurecerse las medidas de distanciamiento social.

En noviembre, el comercio minorista se contrajo un 6,1 %, en tasa intermensual, tras registrar un crecimiento del 1,4 % en octubre. Al mismo tiempo, la confianza de los consumidores repuntó en diciembre. Ese mes, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se elevó hasta -13,9, desde -17,6 en noviembre, debido principalmente a la mejora relativa de los componentes prospectivos de la encuesta. Con todo, el nivel se mantuvo bajo en comparación con los niveles previos a la pandemia. Aunque las rentas del trabajo se han visto muy afectadas por la crisis del COVID, las transferencias fiscales han absorbido la mayor parte de su impacto sobre la renta disponible de los hogares de la zona del euro. El repunte del consumo en el tercer trimestre de 2020 tuvo su reflejo en una caída de la tasa de ahorro de este sector, que descendió hasta el 17,3 % en ese trimestre, desde el 24,6 % observado en el segundo. De cara al futuro, es probable que la tasa de ahorro se mantenga por

encima del nivel anterior al COVID a corto plazo, por motivos tanto de precaución como involuntarios y que, posteriormente, se normalice de forma gradual<sup>4</sup>.

**Después de experimentar un fuerte avance en el tercer trimestre, impulsado por un crecimiento muy dinámico de la inversión en maquinaria y equipo, es probable que la inversión empresarial haya vuelto a crecer ligeramente en el cuarto trimestre, aunque la segunda ola de la pandemia apunta a la existencia de riesgos a la baja para la inversión en el primer trimestre de 2021.**

La producción industrial de bienes de equipo se incrementó de nuevo en noviembre, y su valor medio de octubre y noviembre se situó un 6,6 % por encima del observado en el tercer trimestre. La utilización de la capacidad productiva aumentó hasta el 76 %, frente al 72 % del tercer trimestre, pero se mantuvo 5 puntos porcentuales por debajo del nivel previo a la pandemia. Entretanto, los indicadores de opinión relativos al sector de bienes de equipo (como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea y el PMI correspondiente) tendieron a mejorar en el cuarto trimestre con respecto al tercero. Además, el tercer trimestre trajo cierto alivio a los balances de las empresas, ya que, según los datos de las cuentas nacionales, los excedentes brutos de explotación repuntaron un 12 % ese trimestre, tras acumular una caída de más del 14 % en la primera mitad de 2020. Los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron ligeramente en el tercer trimestre, después de haber aumentado con intensidad en los dos primeros trimestres con el fin de mantener las actividades empresariales esenciales, y se mantuvieron prácticamente estables en octubre y noviembre. Con todo, la nueva intensificación de la pandemia sugiere que existen riesgos a la baja para la inversión en el primer trimestre de 2021.

**La inversión en vivienda (aproximada por la inversión residencial real) se recuperó con fuerza en el tercer trimestre —con un aumento intertrimestral del 12,3 %, tras una caída acumulada del 14,3 % en la primera mitad de 2020— y se espera que sea débil a corto plazo.** La recuperación fue especialmente intensa en los grandes países de la zona del euro más afectados por los confinamientos de la primera ola de la pandemia, con incrementos sustanciales en Italia, Francia y España (del 45 %, el 30,6 % y el 15,7 %, respectivamente). Mientras tanto, en Alemania, la inversión en vivienda descendió un 2 % en el tercer trimestre. En general, la actividad tendió a verse impulsada por el avance de las empresas en la ejecución de una abultada cartera de proyectos de construcción pendientes, con la reanudación de obras y la puesta en marcha de nuevos proyectos de edificación. Sin embargo, las perspectivas a corto plazo de la inversión en vivienda son débiles, ya que la cartera de pedidos pendientes está disminuyendo y la nueva actividad se está paralizando a medida que los países intensifican las restricciones para contener la propagación del virus. En efecto, el PMI de producción de la construcción de la zona del euro permaneció por debajo del umbral de expansión en el cuarto trimestre y volvió a descender, en promedio, en términos intertrimestrales. Entretanto, en noviembre, la producción de la construcción solo avanzó un 1,4 % en tasa intermensual, lo que apunta, en general, a una desaceleración intertrimestral general en el cuarto trimestre y sugiere que la inversión en vivienda podría estar

<sup>4</sup> Véase también el recuadro titulado «El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

siguiendo una tendencia similar. De cara al futuro, pese a que las expectativas de las empresas mejoraron ligeramente en el cuarto trimestre de 2020, continúan señalando una evolución débil a corto plazo.

**El crecimiento del comercio de la zona del euro se ha moderado, tras el repunte observado en el tercer trimestre.** Los datos de comercio de bienes en términos nominales de noviembre confirman que el crecimiento de los intercambios comerciales con países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro se ha moderado desde septiembre. Sin embargo, el proceso de retorno a los niveles de comercio anteriores a la pandemia continúa, con unas tasas de crecimiento superiores a las observadas en los dos años transcurridos hasta febrero de 2020 (las importaciones y exportaciones fuera de la zona del euro se sitúan en torno a un 4,5 % por debajo de los niveles previos a la pandemia, y el comercio entre países de la zona aproximadamente un 3,2 % por debajo). Las importaciones y las exportaciones de la zona del euro han aumentado en todas las subcategorías desde abril de 2020, sobre todo las exportaciones al Reino Unido (como consecuencia, en parte, del acopio de existencias de bienes antes del Brexit) y las dirigidas a China. Los bienes de consumo (especialmente automóviles y combustible) han experimentado una expansión robusta, impulsada por la fortaleza de la demanda china de bienes de Alemania. En cambio, la debilidad de la inversión privada ha frenado el comercio de bienes de equipo y seguirá lastrando la actividad hasta que se disipe la incertidumbre en torno a la distribución de las vacunas y a la evolución de la pandemia. Aunque el comercio de bienes intermedios (que se mantiene contenido) se ha visto menos afectado que el de bienes de equipo, tiende a determinar la evolución general, ya que supone el grueso de los flujos totales (sobre todo en el caso de los intercambios comerciales entre países de la zona del euro). Los indicadores adelantados apuntan a nuevas mejoras a finales de año, también en el comercio de servicios (que continúa en niveles muy bajos). De hecho, el PMI de nuevos pedidos exteriores de los servicios sugiere que la situación mejoró ligeramente en diciembre con el inicio de las vacaciones de invierno.

**Los indicadores económicos (en particular los resultados de las encuestas) sugieren que el producto podría haber vuelto a contraerse en el cuarto trimestre de 2020, como consecuencia del endurecimiento de las medidas de contención.** La producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 2,5 %, en tasa intermensual, en noviembre, lo que significa que el nivel medio de producción de los dos primeros meses del cuarto trimestre fue un 3,8 % más elevado que la media del tercer trimestre. Sin embargo, si se analizan indicadores de opinión más recientes, se observa que el PMI de actividad compuesto descendió hasta situarse en 48,1 en el cuarto trimestre, desde un valor de 52,4 en el tercero, lo que indica una contracción de la actividad. Este descenso se debió íntegramente a la evolución de los servicios, mientras que el sector manufacturero experimentó una ligera mejora. Esta dinámica no sorprende y refleja la mayor sensibilidad de los servicios a las medidas de distanciamiento social. Aunque el crecimiento será débil —y, muy posiblemente, negativo— en el cuarto trimestre, la capacidad de resistencia relativa del sector industrial apunta a ciertos riesgos al alza. Los indicadores de alta frecuencia también señalan una desaceleración en el cuarto trimestre.

**De cara al futuro, la distribución de las vacunas, que comenzó a finales de diciembre, permite tener una mayor confianza en la resolución de la crisis sanitaria.** Sin embargo, pasará tiempo hasta lograr la inmunidad colectiva, y no pueden descartarse nuevos desarrollos adversos relacionados con la pandemia. Aunque es probable que la incertidumbre en torno al COVID-19 frene la reactivación del mercado de trabajo y lastre el consumo y la inversión, la recuperación económica de la zona del euro debería verse respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por un tono expansivo de las políticas fiscales y por un repunte de la demanda a medida que se levanten las medidas de contención y disminuya la incertidumbre. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), realizada a principios de enero, muestran que las previsiones del sector privado relativas al crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2021 y al alza para 2022 con respecto a la encuesta anterior (que se llevó a cabo a principios de octubre). Estos expertos anticipan una caída del PIB del 2,5 % en el último trimestre de 2020, seguida de un crecimiento estancado en el primer trimestre de 2021. Este pronóstico es algo más pesimista que las perspectivas a corto plazo implícitas en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, que preveían una contracción del 2,2 % en el cuarto trimestre, seguida de un crecimiento del 0,6 % en el primer trimestre de 2021. Esa revisión está en consonancia con un mayor pesimismo en torno a las perspectivas a corto plazo por la intensificación de las medidas de contención, así como con una esperanza creciente en relación con las perspectivas a medio plazo derivada de las expectativas de que el inicio del proceso de vacunación será seguro y tendrá éxito.

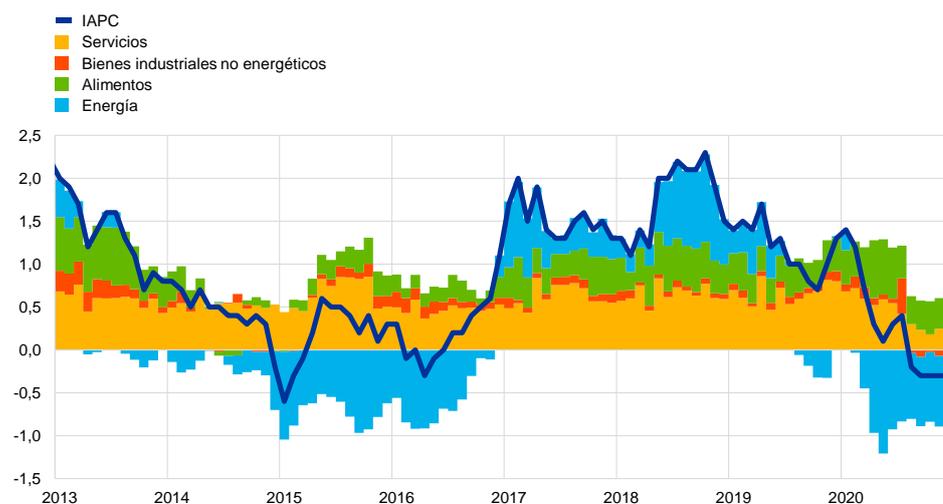
## 4 Precios y costes

**En diciembre de 2020, la inflación general se mantuvo sin variación, en el -0,3 %, por cuarto mes consecutivo.** La tasa de inflación de diciembre, que permaneció inalterada en el -0,3 %, oculta movimientos en los principales componentes: mientras que la tasa de variación de los precios de la energía y de los servicios aumentó, la correspondiente a los alimentos y a los bienes industriales no energéticos disminuyó (gráfico 7). Pese al incremento reciente, la inflación de los precios de la energía siguió en terreno muy negativo —el -6,9 %—, lo que sigue lastrando sustancialmente la inflación medida por el IAPC. Eurostat consideró que la mayoría de los subíndices del IAPC de diciembre eran fiables, aunque el porcentaje de imputaciones de precios ha vuelto a aumentar como consecuencia de las nuevas medidas de contención y de confinamiento.

### Gráfico 7

Contribución de los componentes de la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

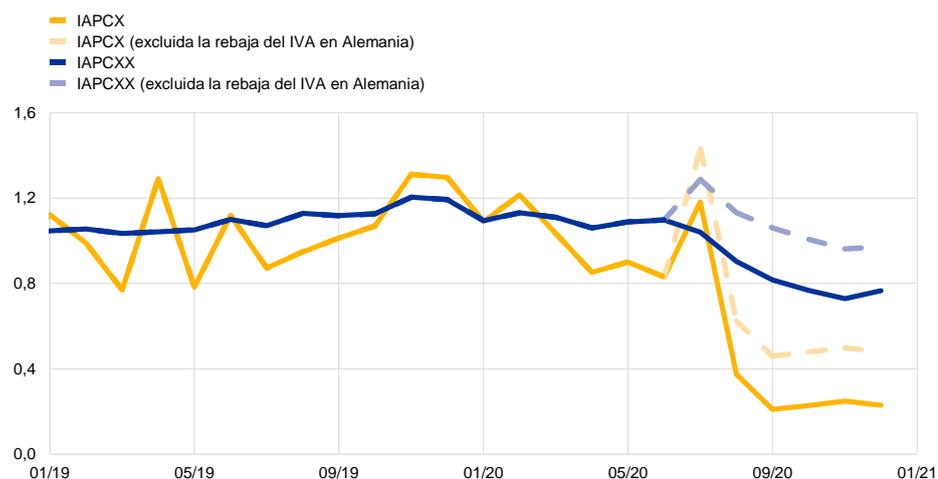
Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2020. Las tasas de crecimiento correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro titulado «Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019).

**Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron prácticamente sin variación, en niveles reducidos.** En diciembre, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), permaneció inalterada por cuarto mes consecutivo en un mínimo histórico del 0,2 %. Esta tasa oculta un descenso de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos, que se situó en el -0,5 % en diciembre, frente al -0,3 % de noviembre, así como un ligero incremento de la tasa correspondiente a los servicios, que pasó del 0,6 % al 0,7 % en el mismo período. La disminución de la inflación de los bienes industriales no energéticos fue atribuible, principalmente, al componente de artículos de vestir y calzado, mientras que el aumento del componente de servicios se debió, en gran

medida, a una leve reversión de los acusados retrocesos de la tasa de variación de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes (véase recuadro 6). En diciembre, otros indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron estables, en general, en niveles reducidos. Los bajos niveles también continuaron reflejando la rebaja temporal del IVA en Alemania durante la segunda mitad de 2020 (gráfico 8).

**Gráfico 8**  
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en estimaciones de «Impact of the temporary reduction in VAT on consumer prices», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, noviembre de 2020.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2020. IAPCXX se refiere al IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado.

**Las presiones inflacionistas latentes sobre la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos crecieron en las primeras fases de la cadena de producción, aunque partían de niveles bajos en general.** La tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio fue del 0,7 % en noviembre, sin cambios con respecto al mes anterior, y de nuevo fluctuó ligeramente por encima de su media de largo plazo. En cambio, la inflación de los precios de importación de esos bienes siguió siendo negativa, debido, en parte, a la apreciación anterior del euro, si bien registró un incremento marginal y se situó en el -1,1 % en noviembre, frente al -1,2 % de octubre. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la inflación de los bienes intermedios aumentó de manera notable en noviembre: la tasa de variación de los precios de producción internos se incrementó del -1,3 % observado en el mes precedente al -0,6 %, y la correspondiente a los precios de importación aumentó del -2,4 % al -1,6% en el mismo período. Esta evolución puede reflejar, en parte, cierta relajación de las presiones a la baja procedentes del tipo de cambio efectivo del euro y de los precios del petróleo, y una nueva intensificación de las presiones al alza derivadas de los precios de otras materias primas.

**La tasa de variación de los precios de producción, medida por el deflactor del PIB, disminuyó en el tercer trimestre de 2020.** La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se redujo hasta el 1,1 % en el tercer trimestre de 2020, frente al 2,4 % del trimestre anterior. Esta evolución reflejó, sobre todo, el impacto del

acusado descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios, dado que el avance menos negativo de la productividad del trabajo, que se vio impulsado por un fuerte repunte del crecimiento del PIB, tuvo más peso que el aumento del crecimiento de la remuneración por asalariado<sup>5</sup>. El menor recurso a los programas de regulación temporal de empleo asociado a la recuperación de la actividad económica no solo sustentó el incremento de la remuneración por asalariado, sino que, a través de menores ayudas, también dio lugar a una disminución de la contribución negativa de los impuestos indirectos netos al deflactor del PIB. Al mismo tiempo, como reflejo del repunte de la actividad económica, los márgenes de beneficio aumentaron en comparación con el trimestre anterior, aunque su contribución siguió siendo negativa.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo en la zona del euro se incrementaron, pero permanecieron aún en niveles muy reducidos, mientras que los indicadores de opinión de las expectativas de inflación se mantuvieron prácticamente estables en niveles bajos (gráfico 9).** Los movimientos observados en los mercados de inflación continuaron siendo limitados, y a mediados de enero se observó un repunte. Desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 10 de diciembre, el indicador de mercado más destacado de las expectativas de inflación a largo plazo, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años, ha subido 6 puntos básicos, hasta situarse en el 1,32 %, ligeramente por encima del nivel registrado antes de la pandemia (1,25 %). Sin embargo, los niveles actuales de los tipos *swap* de inflación a largo plazo siguen siendo muy moderados y no sugieren un retorno de la inflación al objetivo del BCE en un futuro próximo. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo no variaron o se incrementaron levemente, pero se mantuvieron en niveles bajos. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2021, que se llevó a cabo a principios de enero de 2021, las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron sin cambios en el 1,7 %. Estas expectativas medidas por Consensus Economics en enero también se situaron en el 1,7 %, tasa ligeramente superior al 1,6 % de la encuesta anterior de octubre.

---

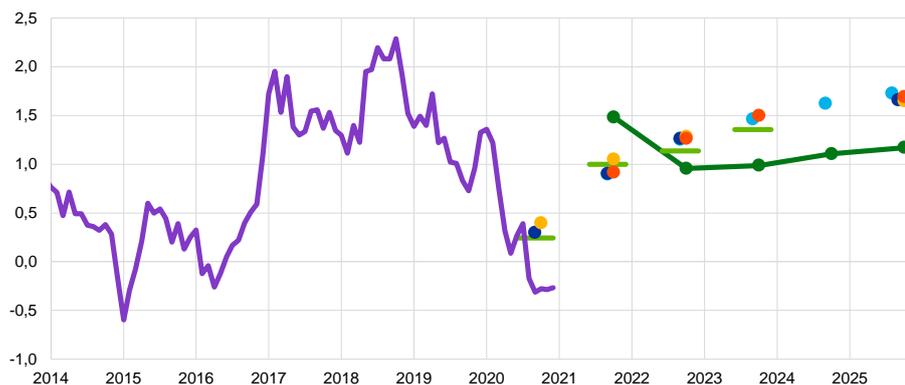
<sup>5</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «[Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

## Gráfico 9

### Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

- EPE I TR 2021
- EPE IV TR 2020
- EPE III TR 2020
- Previsiones de Consensus Economics (15 de enero de 2021)
- Indicadores de mercado de las expectativas de inflación (enero de 2021)
- Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro (diciembre de 2020)
- IAPC



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro (diciembre de 2020) y Consensus Economics (15 de enero de 2021).

Notas: La encuesta EPE correspondiente al primer trimestre de 2021 se realizó entre el 7 y el 11 de enero de 2021. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 19 de enero de 2021.

## 5 Dinero y crédito

### **El crecimiento del agregado monetario amplio volvió a aumentar en noviembre de 2020.**

La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 11 % en noviembre, desde el 10,5 % registrado en octubre (gráfico 10). Aunque la crisis del coronavirus (COVID-19) ha generado una preferencia extraordinaria por la liquidez, el intenso crecimiento del agregado monetario amplio refleja, en gran medida, las importantes medidas de apoyo adoptadas por el BCE y las autoridades supervisoras, así como por los Gobiernos nacionales, con el fin de garantizar que la economía disponga de liquidez suficiente para afrontar las consecuencias económicas y las incertidumbres causadas por la crisis. En noviembre, un factor adicional que contribuyó a esta evolución fue el aumento del gasto público neto a cuenta de los depósitos acumulados como colchón en meses anteriores, ya que estos no forman parte de M3. La utilización de estos colchones obedeció al endurecimiento de las restricciones relacionadas con el COVID y a la reactivación de las medidas de apoyo fiscal en un mes en el que la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas fue prácticamente nula. El avance de M3 estuvo impulsado, principalmente, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó hasta el 14,5 % en noviembre, desde el 13,8 % registrado en octubre. Esta evolución fue atribuible, sobre todo, al fuerte crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las empresas y de los hogares, debido fundamentalmente a la marcada preferencia de estos sectores por la liquidez. La contribución de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables al crecimiento interanual de M3 siguió siendo reducida, lo que refleja el bajo nivel de los tipos de interés y la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

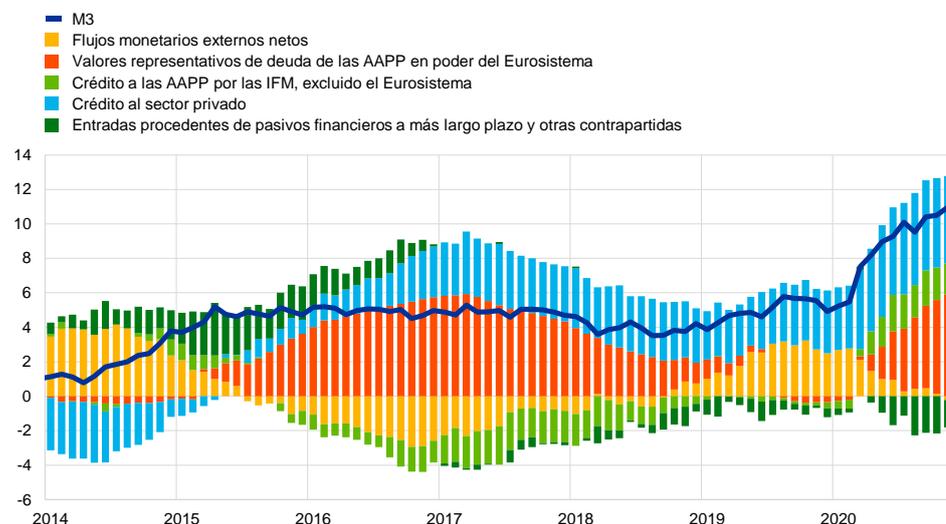
### **El crédito interno continuó siendo la principal fuente de creación de dinero.**

Las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) del BCE fueron las que más contribuyeron al crecimiento de M3 en noviembre de 2020 (parte de color rojo de las barras del gráfico 10). El crédito al sector privado, si bien perdió algo de impulso, siguió siendo el segundo componente que más peso tuvo en dicho crecimiento (parte de color azul de las barras del gráfico 10). El avance de M3 se vio respaldado adicionalmente por el crédito concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM), excluido el Eurosistema, a las Administraciones Públicas (parte de color verde claro de las barras del gráfico 10), pero los flujos respectivos se han moderado recientemente. Como en meses anteriores, la contribución de los flujos monetarios externos netos continuó siendo insignificante en noviembre, en términos interanuales (parte de color amarillo de las barras del gráfico 10), mientras que los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas frenaron la expansión del agregado monetario amplio. Ello se debió a la evolución de otras contrapartidas (en particular las cesiones temporales), al tiempo que las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) siguieron

respaldando la sustitución de la financiación de las entidades de crédito, lo que dio lugar a amortizaciones netas de bonos bancarios a largo plazo.

### Gráfico 10 M3 y sus contrapartidas

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos y del PEPP. La última observación corresponde a noviembre de 2020.

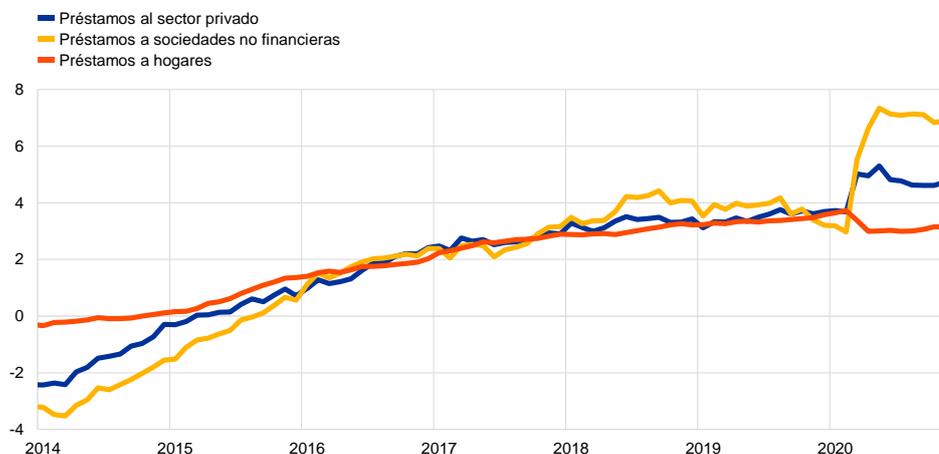
#### El crecimiento de los préstamos al sector privado se mantuvo estable en noviembre de 2020.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado se situó en el 4,7 %, en noviembre, prácticamente sin variación desde junio (gráfico 11). Se mantuvo el patrón observado desde finales del verano de estabilidad, en términos generales, de los préstamos a hogares y de moderación del crédito a empresas. Este cambio obedece a la naturaleza específica de la crisis del COVID-19, que provocó un desplome de los flujos de efectivo de las empresas y las obligó a incrementar de forma significativa su dependencia de la financiación externa durante la primera fase de la crisis. En noviembre, los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvieron básicamente inalterados en el 6,9 %, mientras que los flujos mensuales de crédito a este sector continuaron reduciéndose. La moderación de la financiación bancaria recibida por las empresas desde el verano ha coincidido con un menor recurso a los avales públicos, lo que puede indicar que sus necesidades de liquidez de emergencia están disminuyendo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares permaneció casi sin cambios en el 3,1 % en noviembre, frente al 3,2 % registrado en octubre. Los préstamos hipotecarios continuaron impulsando el endeudamiento de los hogares, mientras que el avance del crédito para consumo se debilitó en noviembre, en línea con un endurecimiento de las restricciones relacionadas con el COVID.

## Gráfico 11

### Préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a noviembre de 2020.

#### La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2021

**muestra que el endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos a empresas y a hogares continuó en el cuarto trimestre de 2020, en el contexto de nuevas restricciones relacionadas con el COVID (gráfico 12).** Los criterios de

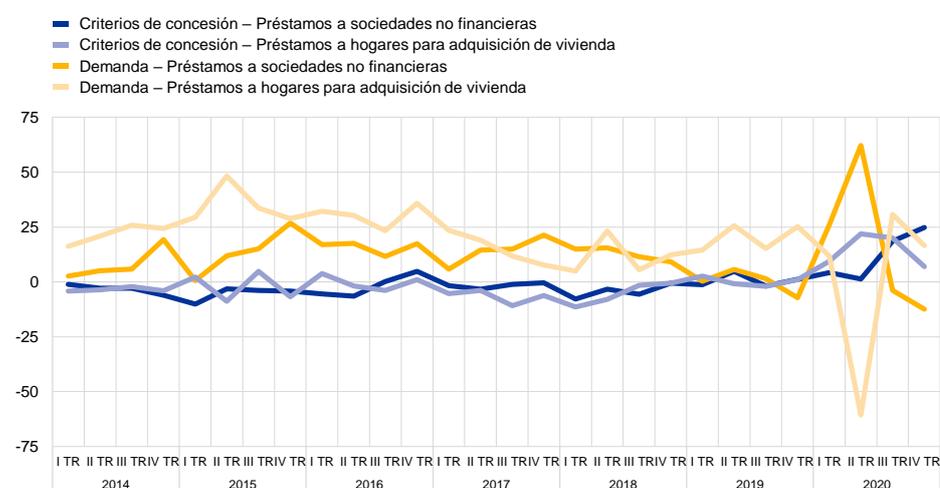
aprobación de los préstamos a empresas se endurecieron en el cuarto trimestre de 2020, debido principalmente a la mayor percepción de riesgos (relacionada con el deterioro de las perspectivas económicas generales y con la situación específica de las empresas). Las entidades de crédito esperan un endurecimiento adicional, en términos netos, en el primer trimestre de 2021. Los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y para consumo continuaron endureciéndose en el cuarto trimestre de 2020, pero a un ritmo más lento que en los trimestres anteriores del año. La demanda de préstamos y la disposición de líneas de crédito por parte de las empresas disminuyeron en el último trimestre de 2020, tras un incremento neto continuado de la demanda para financiar las existencias y el capital circulante en trimestres anteriores, que reflejó la acumulación de colchones de liquidez por motivos de precaución por parte de las empresas. En cambio, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda aumentó en el cuarto trimestre —apoyada por el bajo nivel general de los tipos de interés y, en menor medida, por la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda—, mientras que la de crédito para consumo descendió. Las entidades de crédito esperan un nuevo endurecimiento neto moderado de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares y una ligera caída de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en el primer trimestre de 2021. Las entidades indicaron también que los avales públicos relacionados con el COVID fueron importantes para respaldar los criterios de aprobación del crédito y las condiciones de los préstamos a empresas —tanto pymes como grandes empresas— en 2020. Asimismo, el acceso de las entidades de crédito de la zona del euro a los mercados de financiación minorista y mayorista mejoró en general en el cuarto trimestre de 2020. Las entidades de crédito de la zona del euro también indicaron que su acceso a la

financiación mediante valores representativos de deuda y titulaciones había seguido mejorando en el último trimestre de 2020. Además, señalaron que su nivel de capital había continuado reforzándose en la segunda mitad de 2020, en el entorno de adopción de medidas regulatorias y supervisoras, y que los criterios de concesión de los préstamos a empresas y del crédito para consumo se habían endurecido en términos netos como consecuencia de las ratios de préstamos dudosos.

## Gráfico 12

### Evolución de los criterios de concesión y de la demanda neta de préstamos (o líneas de crédito) a empresas y a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes netos de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de concesión o un aumento de la demanda de préstamos)



Fuente: BCE (encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro).

Notas: En las preguntas sobre los criterios de concesión de préstamos de la encuesta sobre préstamos bancarios, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han contestado «se han endurecido considerablemente» o «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» o «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han respondido que la demanda «ha aumentado considerablemente» o «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que han contestado que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» o «ha disminuido considerablemente». La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2020.

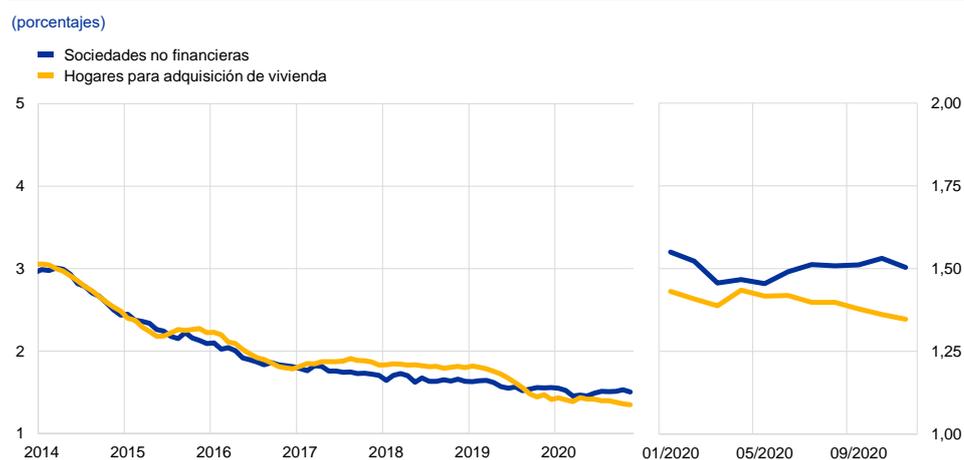
### Los favorables tipos de interés del crédito han continuado sosteniendo el

**crecimiento económico de la zona del euro.** Los tipos de interés de los préstamos se han estabilizado en sus mínimos históricos, debido al impacto continuado de las medidas adoptadas por el BCE, los supervisores y los Gobiernos para respaldar las condiciones de oferta del crédito. En noviembre de 2020, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares permanecieron prácticamente sin variación en el 1,50 % y el 1,35 %, respectivamente (gráfico 13). Esta evolución fue generalizada en los distintos países de la zona del euro. Además, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se estabilizó en niveles inferiores a los observados antes del comienzo de la pandemia. Al mismo tiempo, los graves efectos económicos de la crisis resultante sobre los ingresos de las empresas, las perspectivas de empleo de los hogares y la solvencia general de los prestatarios, como se reflejó en la encuesta sobre préstamos bancarios, pueden presionar al alza los tipos de los préstamos bancarios. Por tanto, las políticas de apoyo, en particular las medidas de ampliación del PEPP y de recalibración de las

TLTRO III adoptadas en diciembre de 2020, ayudarán a limitar las presiones al alza sobre los tipos de interés del crédito bancario en un entorno económico difícil e incierto.

### Gráfico 13

#### Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras y a hogares



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a noviembre de 2020.

# Recuadros

## 1 Restricciones provocadas por la pandemia e inflación en las economías avanzadas

Alina Bobasu, Luigi Crucil, Alistair Dieppe y Marcel Tirpák

**La pandemia de coronavirus (COVID-19) tuvo un impacto grave y extraordinario en la economía global durante la primera mitad de 2020.** La actividad económica de las economías avanzadas se vio seriamente perjudicada, y la inflación medida por los precios de consumo disminuyó como consecuencia de esta situación. La pandemia afectó no solo a la inflación general, sino también a los indicadores de la inflación subyacente, como la inflación de los precios de consumo excluidos la energía y los alimentos, que se redujo durante los confinamientos iniciales y repuntó de forma gradual posteriormente. Este patrón estuvo determinado por la confluencia de dos fuerzas principales desencadenadas por la crisis: la debilidad de la demanda y las restricciones de oferta. En este recuadro se utilizan datos granulares sobre el gasto en consumo y los precios, junto con un análisis estructural basado en modelos de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés), para estudiar su impacto relativo en la inflación de importantes economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro<sup>6</sup>.

**Comprender el impacto relativo de las perturbaciones de demanda y de oferta derivadas de la pandemia es crucial para calibrar las perspectivas de inflación.**

Como la crisis se propagó a la economía a través de muchos canales, en la literatura existente aún no se ha alcanzado un consenso sobre la contribución relativa de las perturbaciones de demanda y de oferta<sup>7</sup>. Los confinamientos y las medidas de salud pública reducen la actividad económica al impedir que las empresas y los hogares produzcan y gasten como lo harían normalmente. El resultado son múltiples disrupciones que afectan a las redes de producción en los distintos países y sectores.

**Los datos de diferentes encuestas muestran que la producción sectorial y los precios se redujeron de forma precipitada en el segundo trimestre, en un contexto de estrictas medidas de contención.** Los confinamientos y las restricciones a la movilidad fueron endureciéndose a medida que la pandemia se

<sup>6</sup> Para un análisis de la zona del euro y de los países de la zona, véase «The role of demand and supply factors in HICP inflation during the COVID-19 pandemic – a disaggregated perspective», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

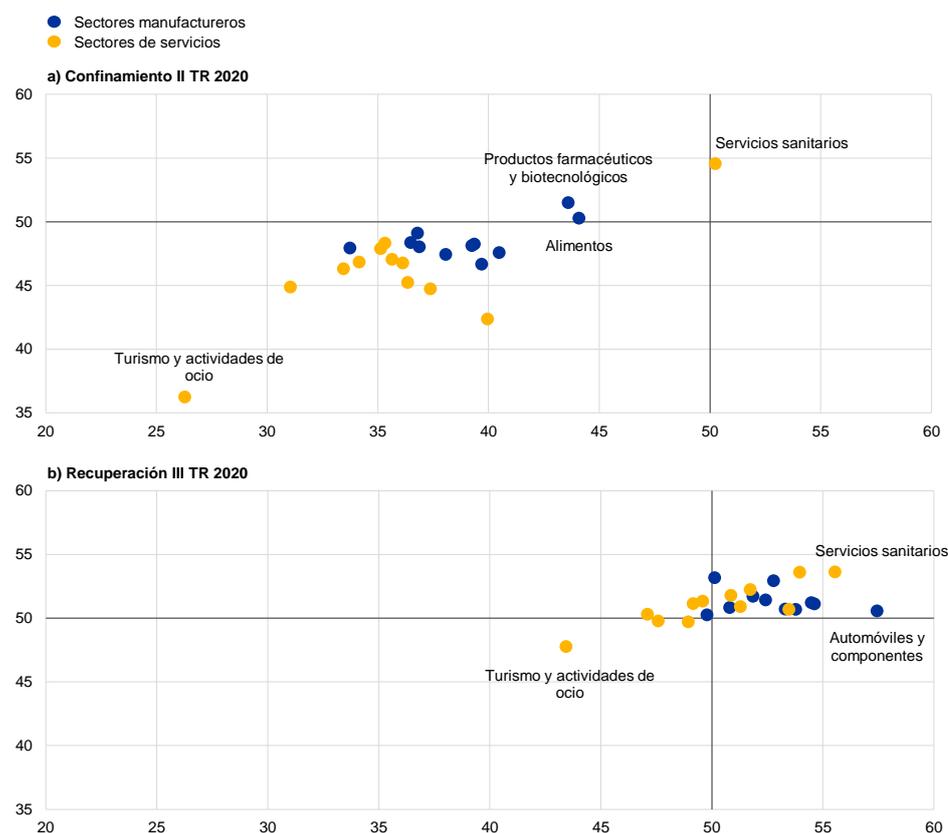
<sup>7</sup> En algunos trabajos se señala que en el primer trimestre de 2020 predominaron las perturbaciones de demanda agregada, mientras que en el segundo prevalecieron las de oferta agregada (véase G. Bekaert, E. Engstrom y A. Ermolov, «Aggregate Demand and Aggregate Supply Effects of COVID-19: A Real-time Analysis», *Finance and Economics Discussion Series*, n.º 2020-049, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020). En cambio, en otro análisis (véase D. Baqaee y E. Farhi, «Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the Covid-19 crisis», *CEPR Discussion Papers*, n.º 14743, Centre for Economic Policy Research, 2020) se utiliza un modelo sectorial para demostrar que tanto las perturbaciones de oferta sectoriales estanflacionistas como las perturbaciones de demanda deflacionistas son necesarias para explicar la fuerte caída del producto y la respuesta moderada de la inflación que se observaron en Estados Unidos durante el confinamiento inicial.

extendía, aumentando la incertidumbre entre las empresas y los consumidores. Como consecuencia de esta perturbación negativa para la oferta de trabajo, las empresas no pudieron satisfacer la demanda existente. La actividad en los servicios que requieren contacto estrecho, como el turismo y las actividades de ocio, se redujo de forma particularmente acusada, al igual que la demanda de servicios de transporte (gráfico A, panel a). Los servicios sanitarios fueron el único sector en el que la producción prácticamente no varió, mientras que los precios de los alimentos y de los productos farmacéuticos y biotecnológicos subieron a pesar del descenso de la producción. En el tercer trimestre, en el que se aplicaron medidas de contención menos severas, la producción y los precios se recuperaron en la mayoría de los sectores de la economía, con la notable excepción del turismo y las actividades de ocio, en los que persistió el impacto de la pandemia (gráfico A, panel b).

### Gráfico A

#### Producción sectorial global y precios desde una perspectiva basada en datos de encuestas

(eje de abscisas: producción; eje de ordenadas: precio de producción; PMI, índices de difusión, medias trimestrales)



Fuente: IHS Markit (mediante Haver Analytics).

Notas: Encuestas PMI sobre la producción sectorial global y los precios de producción. Los valores por encima (por debajo) de 50 indican un aumento (descenso) de la producción sectorial global y de los precios de producción. Los gráficos presentan once sectores manufactureros y doce sectores de servicios.

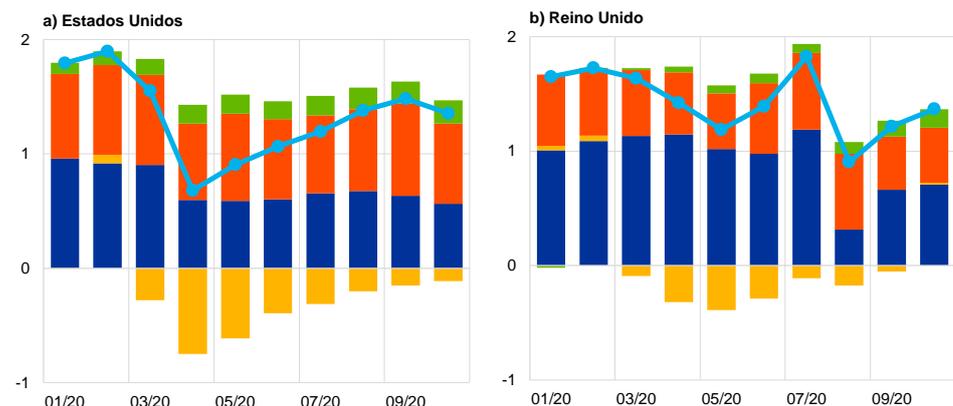
**Los componentes de la cesta de consumo sensibles a la demanda explican, en gran medida, la disminución de la inflación subyacente durante los confinamientos iniciales.** En este recuadro se estudia, partiendo del trabajo de

Shapiro<sup>8</sup>, la sensibilidad de los componentes de la cesta de consumo a las interrupciones causadas por la pandemia<sup>9</sup>. En el caso de Estados Unidos, más del 60 % del gasto en consumo personal muestra cierto grado de sensibilidad, mientras que la proporción equivalente en el Reino Unido es de alrededor del 40 %. En los dos países, los componentes sensibles a la demanda explican gran parte del descenso inicial observado en la inflación de los precios de consumo durante los primeros confinamientos, así como su incremento gradual durante el tercer trimestre (gráfico B). De cara al futuro, las perspectivas de inflación siguen sujetas a una elevada incertidumbre. Por ejemplo, las discrepancias entre los consumidores encuestados por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York sobre el nivel esperado de inflación dentro de un año en Estados Unidos, medido por el rango intercuartílico de sus respuestas, han aumentado significativamente desde que comenzó la pandemia. Entretanto, las expectativas de inflación parecen seguir sesgadas hacia un aumento de la inflación tras una caída inicial.

**Gráfico B**  
Descomposición de la inflación subyacente

(puntos porcentuales)

- Componentes sensibles a la demanda
- Componentes sensibles a la oferta
- Componentes ambiguos
- Componentes no sensibles



Fuente: Cálculos del BCE basados en Shapiro.

Notas: El marco analítico se basa en un modelo de dos ecuaciones de regresión univariante aparentemente no relacionadas de precios y cantidades.

$\pi_{i,t} = \beta_1^i 1_{teCOVID} + \alpha_i^p + \varepsilon_{i,t}^p$  y  $\Delta x_{i,t} = \beta_1^x 1_{teCOVID} + \alpha_i^x + \varepsilon_{i,t}^x$ , donde  $1_{teCOVID} = 1_{te2020M4}$  corresponde a Estados Unidos y  $1_{te2020Q2}$  al Reino Unido. Estas ecuaciones se han estimado para el período comprendido entre enero de 2010 y octubre de 2020 en el caso de Estados Unidos, y entre el primer trimestre de 2010 y el tercer trimestre de 2020 para el Reino Unido. En los gráficos se presentan los resultados correspondientes al período que va de enero a octubre de 2020, que es el relevante para la crisis provocada por la pandemia. Los componentes sensibles al COVID-19 incluyen las categorías en las que los precios o las cantidades variaron de manera estadísticamente significativa al comienzo de la pandemia, mientras que los no sensibles al COVID-19 comprenden todas las demás categorías de la inflación subyacente. Los componentes sensibles a la demanda son aquellos en los que los precios y las cantidades variaron en la misma dirección durante el período de confinamiento inicial; en los sensibles a la oferta, los precios y las cantidades se movieron en direcciones opuestas, y los componentes ambiguos se definen como categorías sensibles con una variación estadísticamente significativa de los precios o de la cantidad, pero no de ambos.

### Los resultados de un modelo estructural confirman que los efectos de demanda son los que más influyeron durante la crisis, aunque los de oferta

<sup>8</sup> Véase A. H. Shapiro, «A Simple Framework to Monitor Inflation», *Working Papers*, 2020-29, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2020.

<sup>9</sup> La metodología se basa en un sistema de regresiones aparentemente no relacionadas, cuyo objetivo es evaluar el papel que desempeñan los factores de demanda y de oferta para explicar la evolución de la inflación de los sectores durante la pandemia.

**siguen siendo importantes.** Estimamos un modelo BVAR estructural para Estados Unidos, Reino Unido y Japón, y llegamos a la conclusión de que, durante el segundo trimestre de 2020, las perturbaciones de demanda contribuyeron a la caída del producto aproximadamente dos veces más que las perturbaciones de oferta (gráfico C, panel a)<sup>10</sup>. La recuperación observada en el tercer trimestre de 2020 estuvo impulsada por factores tanto de demanda como de oferta en proporciones bastante similares. En cuanto a la evolución nominal, en el segundo trimestre de 2020 predominó el impacto de la debilidad de la demanda sobre la inflación, ya que solo se vio parcialmente contrarrestado por las restricciones de oferta. Durante la recuperación inicial, la demanda creció e impulsó al alza la inflación, que también estuvo respaldada por cierta reversión de las restricciones de oferta (gráfico C, panel b). El modelo proporciona una previsión relativamente precisa de la inflación medida por los precios de consumo para el segundo y el tercer trimestre de 2020, condicionándola a la trayectoria observada del PIB y los precios del petróleo. A su vez, esto respalda las conclusiones indicadas anteriormente, que sugieren que la dinámica de la inflación durante la crisis estuvo determinada por una combinación de perturbaciones en las que predominaron las originadas por el lado de la demanda.

**El ritmo de recuperación de la oferta y de la demanda es un determinante clave de la evolución de la inflación.**

Si bien la demanda embalsada puede sustentar la recuperación e impulsar al alza la inflación, las restricciones de oferta podrían revertir con rapidez, lo que generaría presiones desinflacionistas<sup>11</sup>. Con todo, las disrupciones de oferta podrían seguir siendo significativas, especialmente si se producen quiebras de empresas debido a un nuevo repunte de los contagios y a la retirada del apoyo proporcionado por las políticas. Las ramificaciones económicas de la pandemia podrían persistir en el caso de la oferta de trabajo, en particular en los sectores en los que la formación de capital humano requiere contacto estrecho. Como resultado, la renta y el empleo podrían reducirse, lo que debilitaría la recuperación de la demanda. Asimismo, el capital humano y la oferta de trabajo podrían verse mermados a largo plazo como consecuencia de la reintroducción de estrictas medidas de contención que afecten al nivel educativo y mantengan una tasa de paro elevada.

<sup>10</sup> El modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés) comprende los precios del petróleo, el PIB, la inflación y los tipos de interés sombra. Se ha utilizado un conjunto estándar de restricciones de signo: en una perturbación de demanda, los precios y la producción fluctúan en la misma dirección, mientras que en una perturbación de oferta se mueven en direcciones opuestas. La perturbación de oferta de petróleo aumenta la inflación y reduce el PIB, pero no reacciona ante perturbaciones domésticas de los tipos de interés. El endurecimiento de la política monetaria da lugar a un descenso tanto del PIB como de los precios.

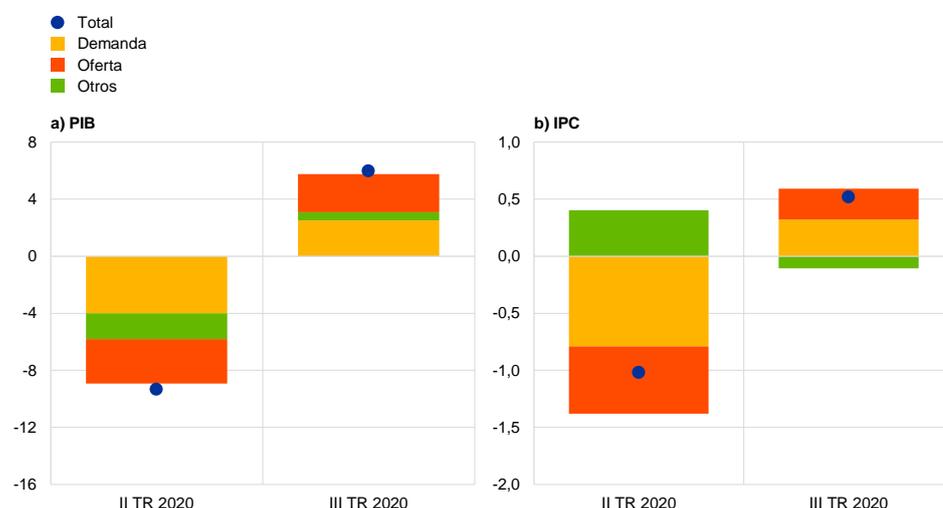
<sup>11</sup> Véase Baqaee y Farhi, *op. cit.* Los autores señalan que los sectores clasificados como afectados por restricciones de demanda en abril (por ejemplo, el transporte aéreo y por barco, la extracción de petróleo y gas) se recuperaron, en promedio, un 1,8 %, mientras que en los considerados afectados por restricciones de oferta (como los servicios de hostelería y restauración), la recuperación fue de un 7,5 % después de que la economía empezase a mejorar en mayo. De otro análisis (véase O. Coibion, Y. Gorodnichenko y M. Weber, «The Cost of the Covid-19 Crisis: Lockdowns, Macroeconomic Expectations, and Consumer Spending», *NBER Working Paper*, n.º 27141, National Bureau of Economic Research, 2020), en el que se utilizan datos de encuestas para Estados Unidos, se desprende que los cambios en las pautas de gasto de los encuestados indican una caída persistente de la demanda agregada futura, lo que refleja expectativas de rentas bajas y una mayor incertidumbre.

**Para evaluar las consecuencias de la pandemia sobre los determinantes de la inflación se requiere un análisis más granular.** La evidencia internacional reciente también plantea la posibilidad de que las perturbaciones de oferta puedan afectar a distintos sectores de la economía de forma asimétrica y transformarse en mayores efectos negativos de demanda con presiones desinflacionistas<sup>12</sup>. Estos resultados contradicen los enfoques en los que se utilizan datos agregados y pueden clasificar erróneamente esas perturbaciones de oferta sectoriales como perturbaciones de demanda agregada. Por consiguiente, un análisis más granular por sectores podría proporcionar información adicional<sup>13</sup>.

### Gráfico C

#### Descomposición histórica del producto interior bruto (PIB) y de la inflación medida por los precios de consumo (IPC)

(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El PIB y la inflación se muestran como la desviación con respecto a la tendencia/estado estacionario y se basan en una agregación con ponderaciones del PIB de los resultados correspondientes a Estados Unidos, Reino Unido y Japón. «Otros» incluye perturbaciones de política monetaria y del petróleo. Se ha utilizado la versión 4.2 del conjunto de herramientas de estimación, análisis y regresión bayesianos (*BEAR toolbox*) del BCE.

<sup>12</sup> Véase V. Guerrieri, G. Lorenzoni, L. Straub e I. Werning., «Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?», *NBER Working Paper*, n.º 26918, National Bureau of Economic Research, 2020. Los autores proponen un planteamiento en el que las perturbaciones de oferta pueden activar una respuesta de la demanda que da lugar a una contracción del producto mayor que la propia perturbación de oferta. En otros análisis (véase A. Cesa-Bianchi y A. Ferrero, «The Transmission of Keynesian Supply Shocks», *Working Paper*, Banco de Inglaterra, 2020) se proporciona una base empírica para este planteamiento. El mismo argumento de la disrupción provocada por la oferta se confirma en otros análisis (véase L. Fornaro y M. Wolf, «Covid-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy: Some Analytical Notes», manuscrito, VoxEU, 2020). Los autores sostienen que las perturbaciones de oferta negativas producen caídas persistentes o permanentes del PIB, debilitando así la demanda agregada, que podría reducirse incluso en mayor medida que la oferta.

<sup>13</sup> Entre otros obstáculos se incluyen los problemas para medir la inflación que están relacionados con la rapidez a la que cambian los patrones de consumo y las dificultades para recopilar los datos de precios como consecuencia de las medidas de confinamiento. Si bien los problemas de medición tuvieron un impacto en las estadísticas publicadas en los primeros meses de la pandemia, el análisis efectuado por el BCE indica que han disminuido de forma notable en los últimos meses; véase el recuadro titulado «Patrones de consumo y problemas de medición de la inflación durante la pandemia de Covid-19», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020.

## 2 Giro a la normalidad: el impacto de las noticias relacionadas con las vacunas contra el COVID-19 sobre los mercados financieros mundiales

Johannes Gräß, Moritz Kellers y Helena Le Mezo

**El brote de la pandemia de coronavirus (COVID-19) provocó ventas masivas sincronizadas de activos de riesgo a escala mundial, que fueron seguidas de una recuperación dispar entre sectores y países.** La recuperación de los mercados bursátiles se caracterizó por un reequilibrio de las carteras de los inversores, que se alejaron de los países y sectores más afectados por la pandemia —como el aéreo, el de turismo y el de energía—, en favor de aquellos que se percibía que se beneficiaban de la crisis —especialmente los servicios de TI y comunicaciones, así como las empresas farmacéuticas—. La composición sectorial del mercado bursátil antes de la pandemia explica el grueso de las diferencias de su evolución en los distintos países en 2020 (gráfico A, panel superior).

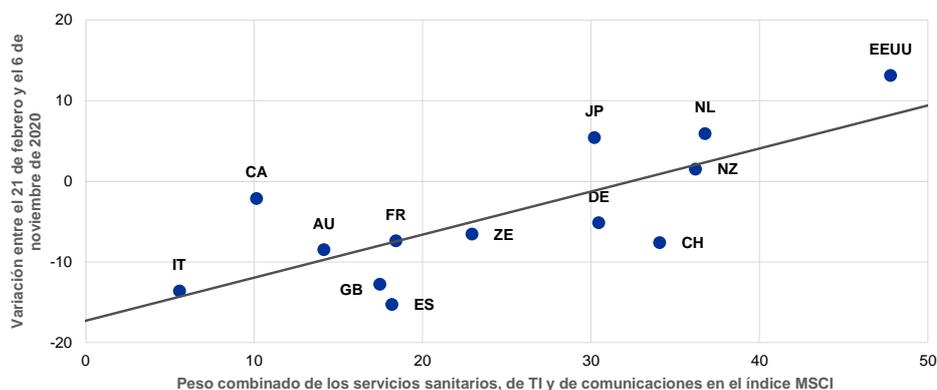
**Parece que los anuncios realizados a mediados de noviembre sobre el desarrollo con éxito de varias vacunas revirtieron parcialmente esta estrategia de inversión de «hacer negocio con el COVID».** Las noticias sobre la efectividad y la llegada inminente de varias vacunas provocaron un giro en detrimento de los sectores del mercado bursátil que habían registrado un elevado dinamismo hasta entonces. Los países con mercados bursátiles que iban a la zaga de la recuperación, debido en parte al menor peso de los sectores que ganaron con la pandemia, se beneficiaron más de las noticias sobre el desarrollo de una vacuna efectiva (gráfico A, panel inferior).

## Gráfico A

Los países y sectores más afectados por la pandemia se beneficiaron más de los anuncios sobre las vacunas

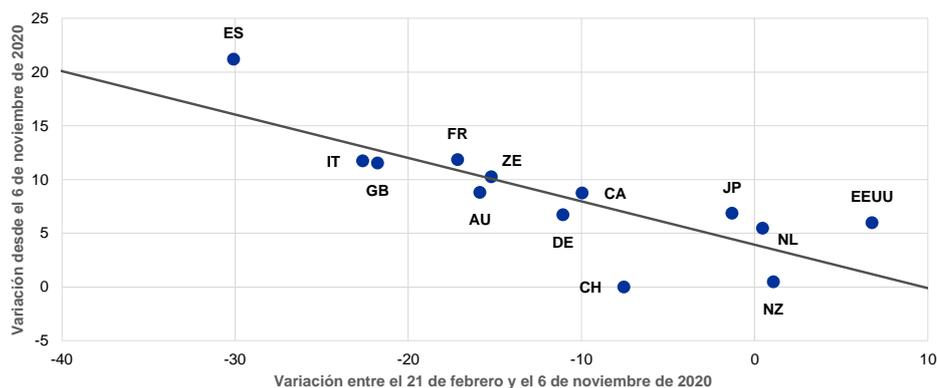
### Evolución de los mercados bursátiles en las economías avanzadas antes de las noticias sobre las vacunas

(porcentajes)



### Después de las noticias sobre las vacunas

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: ZE = zona del euro. La fecha del 21 de febrero corresponde a la perturbación del COVID-19. El 6 de noviembre es el día anterior al anuncio de la primera vacuna efectiva de Pfizer/BioNTech. Los pesos sectoriales son a diciembre de 2019. La última observación corresponde al 7 de diciembre de 2020.

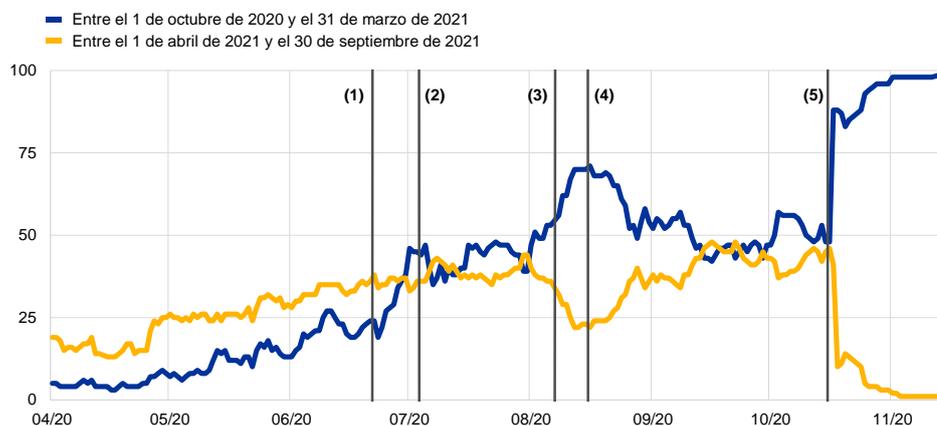
**Los anuncios de las vacunas de noviembre de 2020 no fueron los primeros que afectaron significativamente a la probabilidad de disponer de una vacuna a corto plazo.** Según Good Judgement, que encuesta a «superforecasters», la probabilidad de que pudiera disponerse de una vacuna antes del final del primer trimestre de 2021 aumentó notablemente durante el verano de 2020 (gráfico B). Las esperanzas de contar pronto con una vacuna sufrieron un revés en septiembre, lo que generó cierta volatilidad en el indicador de probabilidad.

## Gráfico B

Las noticias anteriores sobre las vacunas también afectaron a la probabilidad de disponer de una vacuna a corto plazo

### Probabilidad de disponer de una vacuna antes del final del primer y del tercer trimestre de 2021

(porcentajes)



Fuente: Good Judgement.

Notas: 1) Aprobación de una vacuna en Rusia, 2) ensayos de la fase III de Pfizer/BioNTech, 3) anuncio acelerado de la US Food and Drug Administration, 4) suspensión de los ensayos de AstraZeneca, 5) anuncio de la vacuna de Pfizer/BioNTech. La última observación corresponde al 7 de diciembre de 2020.

### En este recuadro se analiza cómo la confianza en la probabilidad de disponer de una vacuna ha afectado a una amplia gama de activos financieros. Se

utilizan proyecciones locales para estimar el impacto de las noticias relativas a vacunas publicadas entre abril y mediados de noviembre de 2020 sobre los diferentes segmentos del mercado, sectores y países. La variable de perturbación se define como la primera diferencia en la probabilidad de disponer de una vacuna antes del final del primer trimestre de 2021 en los días en que ocurre un evento importante relativo a las vacunas. Los eventos se identifican mediante una narrativa<sup>14</sup>. Las variables de control incluyen noticias macroeconómicas pasadas, política monetaria y tensiones en los mercados.

### Los resultados econométricos indican que los sectores bursátiles más afectados por la pandemia fueron los que más se beneficiaron de las noticias positivas sobre las vacunas.

Esto se cumple en el caso de los sectores aéreo y energético de Estados Unidos y de la zona del euro, así como cuando se analiza el impacto en los índices denominados «*low momentum*», como el Dow Jones Low Momentum Index, que incluye a las 200 empresas estadounidenses con peores rentabilidades en el último año (gráfico C). En términos cuantitativos, los resultados sugieren que un aumento de 10 puntos porcentuales en la probabilidad de disponer pronto de una vacuna impulsó las cotizaciones del sector aéreo de la zona del euro un 5 %.

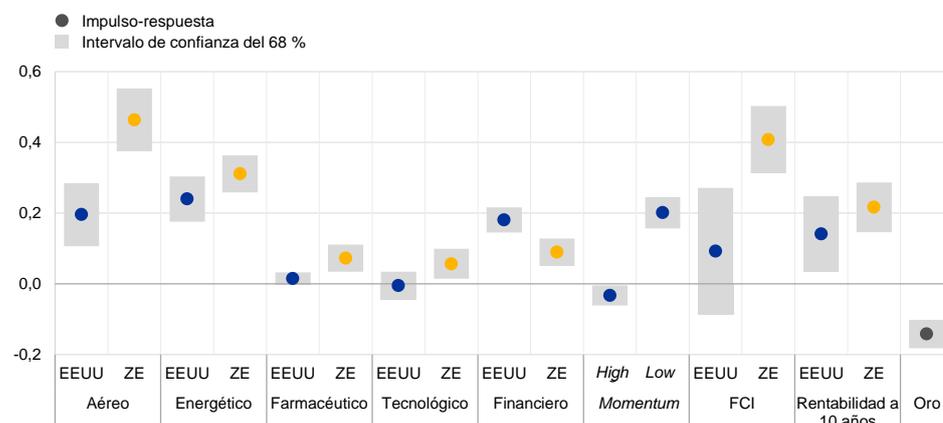
<sup>14</sup> Se seleccionan todos los eventos que recogen avances/reveses en el desarrollo de las vacunas o cambios importantes en marcos institucionales relevantes.

## Gráfico C

### Revalorizaciones superiores en los sectores con peores rentabilidades

Respuestas acumuladas en tres días hábiles a un aumento de 1 punto porcentual en la probabilidad de envío de vacunas antes del final del primer trimestre de 2021 en Estados Unidos y en la zona del euro

(porcentajes/puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, Good Judgement y cálculos del BCE.

Notas: Variaciones de las rentabilidades a diez años en puntos básicos. La rentabilidad de los bonos de la zona del euro (ZE) corresponde al *Bund* alemán a diez años. Un aumento del Financial Conditions Index (FCI) (en puntos de índice) representa una relajación, mientras que una disminución representa un endurecimiento. Todas las demás variables se expresan en porcentajes. La última observación corresponde al 7 de diciembre de 2020.

**En cambio, los sectores bursátiles que se han beneficiado de la pandemia han tendido a responder con rebotes de las cotizaciones inferiores a la media ante aumentos en la probabilidad de disponer de una vacuna a corto plazo.** El

impacto de las noticias sobre las vacunas en los sectores que lideraron la recuperación, al margen del mercado bajista, ha sido muy poco significativo. Esto se observa si se examinan determinados sectores por separado, como el tecnológico o el farmacéutico, o se consideran los índices bursátiles que engloban empresas de altas rentabilidades (*high momentum*). El hecho de que las cotizaciones de estos sectores no hayan retrocedido también sugiere que las noticias optimistas sobre las vacunas han tenido un efecto positivo en términos agregados.

**Parece que la zona del euro se ha beneficiado de manera desproporcionada de las noticias positivas sobre las vacunas.** Se estima que, en la mayoría de los

sectores, incluidos el energético, aéreo, farmacéutico y tecnológico, el aumento de las cotizaciones en respuesta a eventos positivos sobre las vacunas ha sido mayor en la zona del euro que en Estados Unidos. Ello puede deberse a que se espera que las economías en las que los mercados de activos de riesgo se vieron más afectados por la pandemia sean las que más se beneficien de una vacuna.

**Pese al aumento de los rendimientos libres de riesgo, las condiciones financieras han tendido a relajarse.** Los rendimientos libres de riesgo a más largo

plazo se incrementaron en respuesta a las noticias positivas sobre las vacunas, lo que sugiere que impulsaron la percepción global del riesgo. Sin embargo, las condiciones financieras se han relajado en general, dado que el aumento de los rendimientos no ha compensado los impulsos de mejora procedentes de los mercados bursátiles y de otros activos de riesgo. En consonancia con el impacto

más fuerte sobre los sectores bursátiles de la zona del euro que sobre sus equivalentes en Estados Unidos, se estima que las condiciones financieras se han relajado en mayor medida en la zona del euro.

**En conjunto, las noticias positivas sobre la llegada, la efectividad y el número de vacunas han impulsado los activos de riesgo y han relajado las condiciones financieras, lo que sugiere que los inversores están ahora más dispuestos a no considerar los retos a corto plazo de la pandemia.** Al mismo tiempo, los resultados también indican que cualquier revés en el desarrollo o en el envío de la vacuna puede tener implicaciones económicas significativas para los mercados financieros mundiales.

### 3 El impacto económico de la pandemia: factores determinantes de las diferencias regionales

Philipp Meinen y Roberta Serafini

**En este recuadro se analizan los factores determinantes de las diferencias regionales dentro de los países en el impacto económico del coronavirus (COVID-19), observando la evidencia en las cuatro mayores economías de la zona del euro durante la fase inicial de la pandemia.** Más concretamente, se examina cómo la estructura sectorial y los vínculos comerciales ayudan a explicar el diferente impacto del COVID-19 sobre las regiones de estos países desde el punto de vista económico.

**Durante la primera fase de la pandemia, el impacto económico de la crisis fue patente en las graves alteraciones que se produjeron en el mercado laboral, que afectaron a los mercados de trabajo locales en distinta medida.** El número de trabajadores sujetos a programas de regulación temporal de empleo —uno de los principales instrumentos empleados para contener los despidos— aumentó drásticamente en Francia, Alemania, Italia y España durante la primera ola de la pandemia de COVID-19<sup>15</sup>. Estos aumentos se caracterizaron por presentar diferencias regionales significativas, y mostraron un patrón que no reflejaba plenamente la incidencia de la enfermedad dentro de cada país (gráfico A), lo que pone de relieve la necesidad de identificar qué otros factores influyeron.

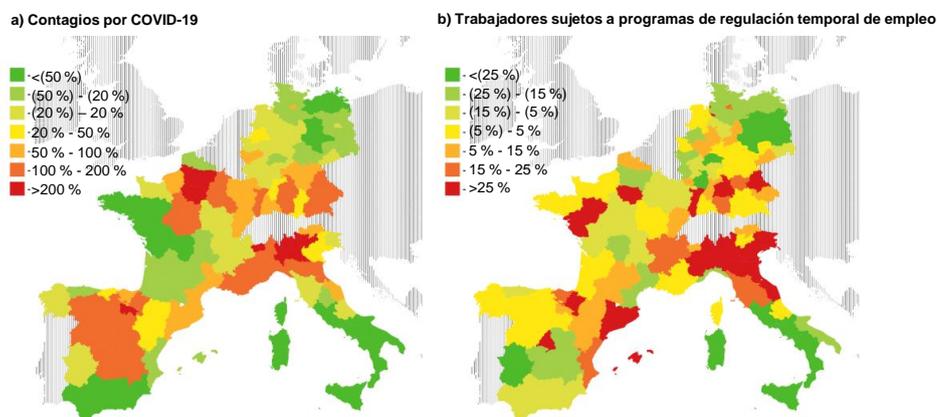
---

<sup>15</sup> Para más información sobre los programas de regulación temporal de empleo, véase el recuadro titulado «[Valoración preliminar del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

## Gráfico A

### Variación del número de trabajadores sujetos a programas de regulación temporal de empleo y de contagios por COVID-19 dentro cada país

(desviación con respecto a la mediana de cada país)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a cifras (acumuladas) de marzo y abril de 2020. El número de contagios por COVID-19 y de trabajadores sujetos a programas de regulación temporal de empleo en cada región está normalizado por la población regional. Las regiones se definen según la Nomenclatura de unidades territoriales estadísticas (NUTS, por sus siglas en francés), NUTS a 2 dígitos. Los programas de regulación temporal de empleo se refieren a: *Cassa Integrazione Guadagni* (Italia), *Expediente de Regulación Temporal de Empleo* (España), *Activite' Partielle* (Francia) y *Kurzarbeit* (Alemania).

### El primer determinante posible del impacto heterogéneo del COVID-19 en el mercado de trabajo es la interacción entre las medidas de contención aplicadas a escala nacional y la estructura sectorial de las distintas regiones.

Concretamente, el grado de exposición de los sectores a las restricciones introducidas por los Gobiernos varía, por ejemplo, en función de si puede garantizarse la distancia social en el lugar de trabajo o de que las actividades laborales puedan desempeñarse a distancia. Como las actividades sectoriales se distribuyen de forma desigual en las regiones de cada país, las regiones tendrán una exposición diferente a la perturbación generada por el COVID-19. Para investigar empíricamente esta cuestión se ha construido un indicador de la exposición sectorial de las regiones combinando, en primer lugar, datos sectoriales sobre la exposición de los trabajadores al virus en el trabajo<sup>16</sup> y la capacidad para desarrollar su actividad en remoto<sup>17</sup>. Posteriormente, los porcentajes de empleo regional por sectores de Eurostat se han utilizado para agregar los datos a nivel regional. Además, se ha calculado un indicador de severidad de las medidas de contención nacionales combinando datos sobre cierres de centros de trabajo, limitación del número de asistentes en las reuniones privadas, órdenes de confinamiento domiciliario y restricciones a los movimientos internos<sup>18</sup>.

### Además del impacto directo relacionado con la estructura sectorial de una región, las relaciones comerciales con otras regiones muy expuestas a la

<sup>16</sup> Datos basados en «Documento tecnico sulla possibile rimodulazione delle misure di contenimento del contagio da SARS-CoV-2 nei luoghi di lavoro e strategie di prevenzione», *INAIL*, 2020.

<sup>17</sup> Datos basados en J. Dingel y B. Neiman, «How many jobs can be done at home?», *CEPR Discussion Papers*, n.º DP14584, abril de 2020.

<sup>18</sup> Datos basados en T. Hale, N. Angrist, E. Cameron-Blake, L. Hallas, B. Kira, S. Majumdar, A. Petherick, T. Phillips, H. Tatlow, y S. Webster, «Oxford COVID-19 Government Response Tracker», Blavatnik School of Government, 2020.

### **perturbación generada por el COVID-19 podrían ser un factor negativo**

**adicional.** En efecto, las cadenas regionales de suministro pueden representar un potente canal indirecto de propagación de la crisis, tanto a través del comercio internacional como de las interconexiones entre las regiones de un país. Más concretamente, la actividad de una región puede verse afectada por problemas de suministro de bienes intermedios procedentes de otras regiones muy castigadas por el virus o por una caída en la demanda de sus exportaciones. Para investigar este factor desde un punto de vista empírico, se han construido indicadores de la exposición regional relacionada con el comercio a partir de tablas *input-output* interregionales, que permiten considerar los flujos comerciales de cada región tanto internacionales como con otras regiones del mismo país<sup>19</sup>.

### **Los resultados del análisis empírico respaldan las hipótesis mencionadas anteriormente y muestran que las diferencias en el impacto económico del COVID-19 entre regiones no pueden explicarse solo por la propagación de los contagios, sino que tanto la estructura sectorial de una región como sus vínculos comerciales también son determinantes importantes.**

Se utiliza un conjunto de regresiones para analizar el papel de las estructuras sectoriales y de los vínculos comerciales entre regiones a la hora de explicar la variación, dentro de cada país, del número de trabajadores sujetos a programas de regulación temporal de empleo en las cuatro economías de mayor tamaño de la zona del euro (véase cuadro A). En primer lugar, los resultados que se presentan en las columnas 1 y 2 ilustran que la variable que controla por el número de casos regionales de COVID-19 deja de ser estadísticamente significativa cuando se tiene en cuenta el PIB per cápita regional, lo que indica que, durante la primera ola de la pandemia, las regiones con una alta incidencia de casos de COVID-19 tenían una renta media relativamente elevada (como las regiones del norte de Italia y del sur de Alemania, y las áreas de París y de Madrid). En segundo lugar, los resultados muestran que la estructura sectorial de una región es un factor determinante de las consecuencias económicas del COVID-19: una región en la que la exposición sectorial supera la media en una desviación típica tiene, en promedio, un 30 % más de trabajadores acogidos a programas de regulación temporal de empleo (columna 3). Además, este efecto se incrementa con la severidad de las medidas de contención nacionales (columna 4). Por último, los resultados sugieren que los vínculos comerciales

---

<sup>19</sup> Se mide la exposición relacionada con las exportaciones combinando datos sobre el porcentaje de la producción de cada región vendida a otras regiones, la exposición sectorial de las otras regiones y la severidad de las medidas de contención aplicadas en los países en los que se localizan las regiones que son socios comerciales. La exposición relacionada con las importaciones de bienes intermedios se calcula a partir de datos sobre el porcentaje de bienes intermedios procedentes de otras regiones en la producción total de la región y de la exposición de esas regiones al virus, debido a su estructura sectorial y a las medidas de contención vigentes. Cabe señalar que se establece una distinción entre el comercio regional dentro de un país y el comercio internacional. Las tablas *input-output* interregionales se han obtenido de M. Thissen, O. Ivanova, G. Mandras y T. Husby, «[European NUTS 2 regions: construction of interregional trade-linked Supply and Use tables with consistent transport flows](#)», *JRC Working Papers on Territorial Modelling and Analysis*, n.º 01/2019, Comisión Europea, 2019.

pueden ser un canal indirecto adicional por el que las perturbaciones relacionadas con el coronavirus afectan a la actividad económica regional (columna 5)<sup>20</sup>.

### Cuadro A

#### Factores determinantes de la heterogeneidad regional del número de trabajadores sujetos a programas de regulación temporal de empleo dentro de un país

(Estimaciones de coeficientes y errores estándar [entre paréntesis]; variable dependiente: número de trabajadores sujetos a programas de regulación temporal de empleo en cada región)

| Variables explicativas  | 1                   | 2                   | 3                   | 4                   | 5                   |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Exposición sectorial  |                     |                     | 0,294***<br>(0,048) | 0,270***<br>(0,044) | 0,260***<br>(0,049) |
| Exposición sectorial × severidad de las medidas de contención nacionales          |                     |                     |                     | 0,138***<br>(0,038) | 0,118***<br>(0,036) |
| Exposición relacionada con las exportaciones: intrapais                           |                     |                     |                     |                     | 0,094**<br>(0,046)  |
| Exposición relacionada con las exportaciones: internacional                       |                     |                     |                     |                     | -0,062<br>(0,045)   |
| Exposición relacionada con las importaciones de bienes intermedios: intrapais     |                     |                     |                     |                     | -0,012<br>(0,046)   |
| Exposición relacionada con las importaciones de bienes intermedios: internacional |                     |                     |                     |                     | 0,104***<br>(0,028) |
| Logaritmo (número de casos de COVID-19)   | 0,147**<br>(0,064)  | 0,018<br>(0,039)    | 0,039*<br>(0,022)   | 0,031<br>(0,019)    | 0,027<br>(0,022)    |
| Logaritmo (población)   | 0,902***<br>(0,059) | 0,869***<br>(0,036) | 0,874***<br>(0,022) | 0,868***<br>(0,02)  | 0,859***<br>(0,051) |
| Logaritmo (PIB per cápita)  |                     | 0,193***<br>(0,029) | 0,148***<br>(0,024) | 0,157***<br>(0,021) | 0,152***<br>(0,024) |
| Observaciones   | 100                 | 100                 | 100                 | 100                 | 100                 |
| Pseudo R cuadrado   | 0,938               | 0,957               | 0,977               | 0,98                | 0,984               |
| Efectos fijos de país   | Sí                  | Sí                  | Sí                  | Sí                  | Sí                  |

Fuentes: Fuentes nacionales; INAIL, *op. cit.*; Dingel y Neiman, *op. cit.*; Eurostat, *Labour Force Survey*; Hale *et al.*, *op. cit.*; Thissen *et al.*, *op. cit.*

Notas: En el cuadro se presentan regresiones de Poisson. La variable dependiente es el número acumulado de trabajadores sujetos a programas de regulación temporal de empleo en las regiones a nivel NUTS 2 de Francia, Alemania, Italia y España al final de abril de 2020. Todas las variables difieren entre regiones y se han estandarizado de manera que tengan una media de cero y una desviación típica igual a uno. Errores estándar robustos entre paréntesis: \*\*\* p < 0,01, \*\* p < 0,05, \* p < 0,1. El pseudo R cuadrado de McFadden se calcula como 1-l(modelo)/l(nulo), donde «l» se refiere al logaritmo de la verosimilitud.

<sup>20</sup> Por una parte, este factor está relacionado con caídas de la demanda de exportaciones de una región, un efecto que solo se observa en las exportaciones dentro de un país (véase la variable denominada «Exposición relacionada con las exportaciones: intrapais»). Por otro lado, cuando se considera el papel de las cadenas de suministro, el comercio internacional cobra relevancia (véase la variable denominada «Exposición relacionada con las importaciones de bienes intermedios: internacional»). Un análisis más detallado sugiere que este último efecto se debe íntegramente al comercio internacional dentro de la UE, lo que pone de relieve las vulnerabilidades que pueden surgir de las disrupciones en las cadenas de suministro altamente integradas de la UE.

## El análisis de riesgos basado en modelos durante la pandemia: presentación del modelo ECB-BASIR

Elena Angelini, Matthieu Darracq Pariès y Srečko Zimic

**La interrelación entre los parámetros epidemiológicos fundamentales de la pandemia de coronavirus (COVID-19), las políticas de contención y la macroeconomía puede analizarse combinando un modelo macroeconómico con un modelo epidemiológico.** El modelo ECB-BASIR<sup>21</sup> es una extensión del modelo ECB-BASE<sup>22</sup> diseñada para analizar características específicas de la crisis del COVID-19, combinando un modelo epidemiológico estándar de población susceptible-infectada-recuperada (SIR) con un modelo macroeconómico semiestructural de gran escala. Los SIR son modelos compartimentales basados en el de Kermack y McKendrick<sup>23</sup>, que dividen la población en grupos y, mediante el uso de ecuaciones diferenciales, predicen cómo se propagará una enfermedad a partir del número de individuos susceptibles, infectados, recuperados o fallecidos. A efectos de este análisis, el modelo se amplía añadiendo dos categorías adicionales: i) individuos en cuarentena y ii) personas vacunadas (que se supone que son inmunes al virus). Se asume que el comportamiento económico influirá en la transmisión de la enfermedad (por ejemplo, la disminución del consumo y de la actividad laboral reduce las probabilidades de contagio), estableciendo un canal desde el modelo macroeconómico hacia el epidemiológico a través de la sensibilidad de la transmisión de la enfermedad a la interacción económica entre personas. El canal que va en la dirección contraria —del modelo epidemiológico al comportamiento macroeconómico— se establece a través del supuesto de que los grupos diferentes de agentes del componente epidemiológico del modelo tienen distintas capacidades de trabajo, consumo e inversión. Por ejemplo, los agentes sujetos a restricciones por los confinamientos solo pueden consumir parte de lo que consumen agentes sin restricciones, y las diferencias entre el consumo de unos y otros se estima utilizando datos correspondientes al primer y segundo trimestre de 2020. A continuación, estos efectos se propagan a través de los canales macroeconómicos del modelo.

**En este contexto, la interacción entre la incidencia del virus y los confinamientos que se han impuesto para frenar la pandemia pasa a ser el principal determinante de la evolución macroeconómica.** La tasa de contagio del modelo se basa en varios factores, entre ellos las medidas de contención

<sup>21</sup> Véase E. Angelini, M. Damjanović, M. Darracq Pariès y S. Zimic, «[ECB-BASIR: a primer on the macroeconomic implications of the Covid-19 pandemic](#)», *Working Paper Series*, n.º 2431, BCE, junio de 2020.

<sup>22</sup> Véase E. Angelini, N. Bokan, K. Christoffel, M. Ciccarelli y S. Zimic, «[Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 2315, BCE, septiembre de 2019.

<sup>23</sup> Véase W. O. Kermack y A. G. McKendrick, «[A Contribution to the Mathematical Theory of Epidemics](#)», *Proceedings of the Royal Society, serie A*, vol. 115, n.º 772, agosto de 1927, pp. 700-721.

aplicadas (incluidos confinamientos). Los confinamientos<sup>24</sup> se determinan a través de una regla de decisión de las medidas de contención, que asume que las autoridades tratan de garantizar que las tasas de contagio no conduzcan a ingresos en centros hospitalarios<sup>25</sup> que excedan su capacidad, al tiempo que intentan reducir al mínimo los costes económicos.

**La naturaleza única de la perturbación del COVID-19 dificulta el uso de análisis econométricos estándar para caracterizar la incertidumbre, lo que requiere un análisis de escenarios específicos<sup>26</sup>.** El modelo ECB-BASIR está diseñado con este propósito, y en el análisis que se describe a continuación se emplea, por ejemplo, para considerar un escenario favorable en el que la vacunación es más rápida de lo esperado. En ese escenario (que se presenta en términos de desviación con respecto a un escenario central próximo al utilizado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020), se asume que se dispone de una solución médica eficaz desde el 1 de enero de 2021, en lugar del segundo trimestre del año, con lo que se acercaría más al escenario suave de las citadas proyecciones macroeconómicas. En el modelo, el adelanto en la administración de una vacuna da lugar a una caída de la incertidumbre percibida por los agentes económicos<sup>27</sup> y a la relajación de las restricciones impuestas por los confinamientos, que inciden en el comportamiento del gasto y en la capacidad productiva.

**Como se muestra en el gráfico A, la relajación de las medidas de contención resultante del adelanto en la administración de una vacuna genera un impulso de la actividad económica con forma de V invertida.** El efecto macroeconómico de este escenario alcanza un máximo del 3,5 % del PIB en el segundo trimestre de 2021, mientras que el impacto en la inflación es bastante limitado (justo por debajo de 0,25 puntos porcentuales, como máximo, en 2022). El estímulo económico disminuye con rapidez en el tercer trimestre de 2021 y los efectos expansivos (aunque siguen siendo bastante persistentes) siguen disipándose en 2022 y 2023. La respuesta de los precios va perdiendo intensidad durante el horizonte de simulación, pero a finales de 2023 continúan siendo superiores (en 0,1 puntos porcentuales) a los del escenario central. En conjunto, el impacto inflacionista parece ser bastante limitado si se compara con la magnitud del repunte de la actividad económica. Esta es una característica fundamental de la dinámica macroeconómica generada por las medidas de contención del COVID-19, que

---

<sup>24</sup> El grado de severidad de los confinamientos se estima empleando información de los [Informes de Movilidad Local sobre el COVID-19 de Google](#).

<sup>25</sup> En el modelo, los ingresos hospitalarios exceden la capacidad si superan el 88 % de los ingresos registrados durante la primera ola, en la primavera de 2020.

<sup>26</sup> De hecho, desde junio de 2020, en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro se han incorporado escenarios alternativos al escenario central de las proyecciones.

<sup>27</sup> En el modelo ECB-BASIR, el efecto de la incertidumbre relacionada con la pandemia se estima utilizando métodos de proyecciones locales para el período comprendido entre el segundo trimestre de 2020 y el cuarto trimestre de 2022. Se supone que esos efectos desaparecen un trimestre antes de que la vacuna empiece a administrarse de manera eficiente.

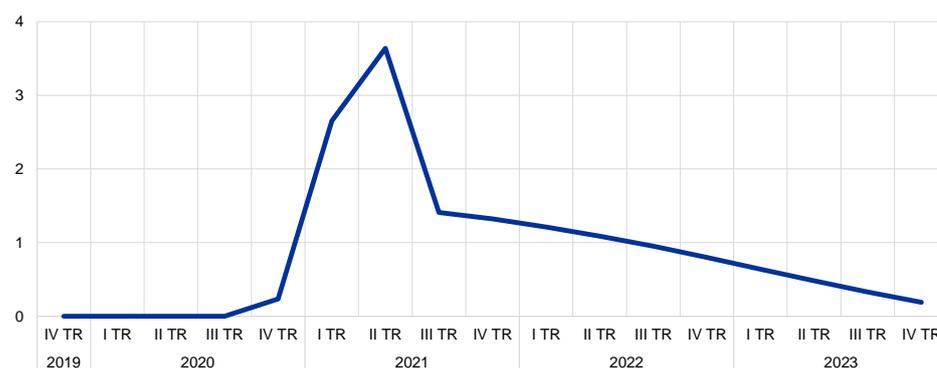
generan patrones de ajuste en forma de V de la economía real y que afectan tanto a la demanda como a la oferta en los mercados de bienes y de trabajo<sup>28</sup>.

### Gráfico A

Implicaciones macroeconómicas y financieras de la administración temprana de una vacuna

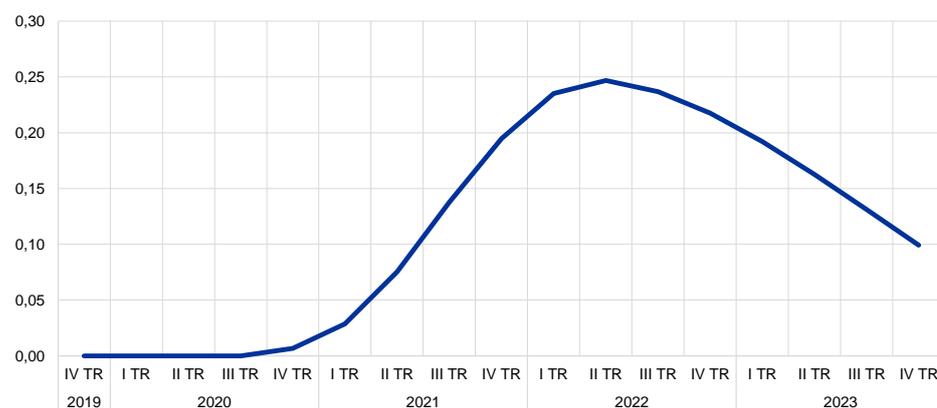
#### a) PIB de la zona del euro

(niveles; desviación con respecto al escenario central en porcentaje)



#### b) Inflación interanual medida por el IAPC

(niveles; desviación con respecto al escenario central en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

**Además de un análisis de escenarios para considerar un evento puntual, el modelo ECB-BASIR también puede analizar la distribución del riesgo, abarcando todas las fuentes de incertidumbre importantes.** En concreto, este modelo puede utilizarse para analizar una conjunción de factores económicos de riesgo y relacionados con la pandemia. Así, en el gráfico B se presenta una medida sintética de la densidad del riesgo que combina: i) la incertidumbre histórica estándar reflejada en los residuos del modelo, ii) la incertidumbre sobre el

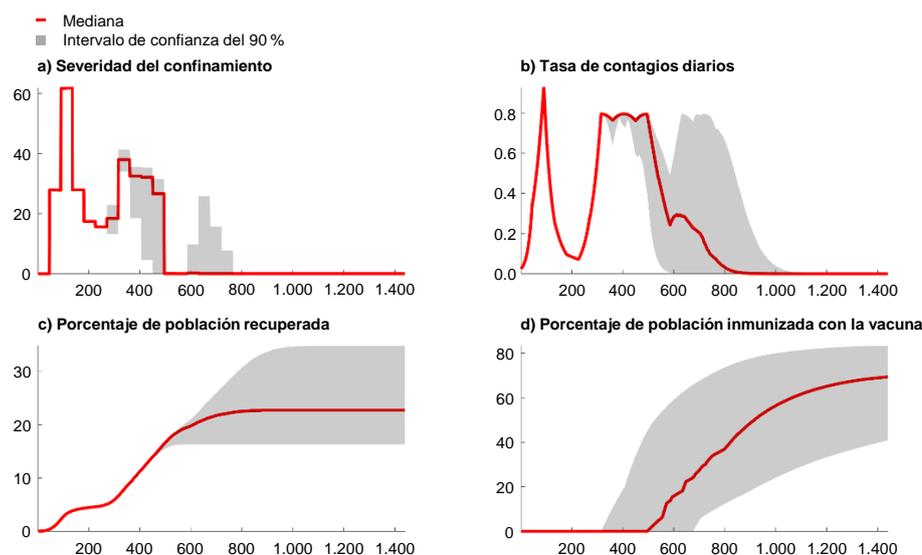
<sup>28</sup> Como análisis de sensibilidad se puede utilizar el mismo escenario añadiendo canales de expectativas. Si los hogares y las empresas anticipan plenamente la disponibilidad más temprana de una solución médica, los efectos macroeconómicos se adelantan (sobre todo en términos nominales), pero su duración también es breve, y los precios retornan al nivel del escenario central a finales de 2023.

calendario de administración de la vacuna y sobre su eficacia<sup>29</sup> y iii) la incertidumbre sobre los parámetros fundamentales de la pandemia (parámetros epidemiológicos estimados).

**Dos factores clave de riesgo relacionados con la pandemia son el porcentaje de la población que estará vacunada y la posibilidad de que se produzca una tercera ola.** En el panel inferior derecho del gráfico B se puede ver cómo las divergencias en el calendario y en la eficacia en la administración de la vacuna dan lugar a diferencias en el porcentaje de población vacunada. A corto plazo, un programa de vacunación eficaz permite que las autoridades relajen las medidas de confinamiento, como se observa en el panel superior izquierdo del gráfico B. No obstante, a medio plazo incrementa la probabilidad de que haya una tercera ola, lo que genera mayores riesgos en lo que se refiere a la posible severidad de las medidas de contención a medio plazo.

**Gráfico B**  
Incertidumbre sobre la evolución de la pandemia

(eje de abscisas: porcentajes; eje de ordenadas: días transcurridos desde el 31 de diciembre de 2019)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: La tasa de contagios diarios indica el porcentaje de la población que tiene el virus un día determinado.

**La incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento a corto plazo es sustancialmente más elevada de lo que sugerirían los factores convencionales de riesgo económico.** A los efectos de este análisis se ha asumido que la mediana de la evolución de la pandemia que se muestra en el gráfico B es acorde con el escenario central de las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2020. En el gráfico C se presentan las distribuciones del riesgo en torno al escenario central

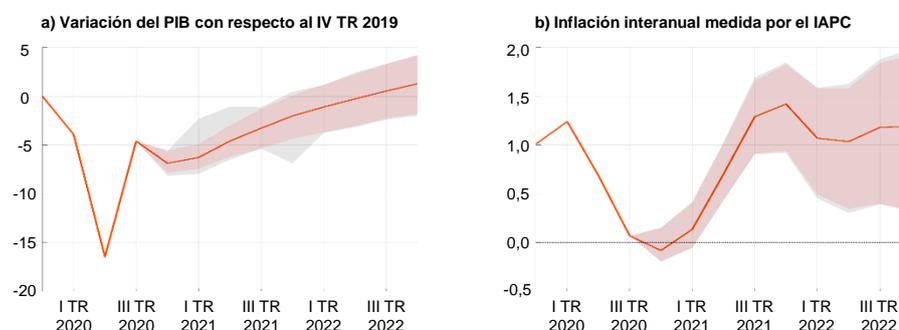
<sup>29</sup> Dentro de los límites del modelo teórico, la incertidumbre en torno al despliegue de la estrategia de vacunación se refleja en la fecha de inicio del proceso de vacunación, bajo el supuesto de que la población vacunada adquiere inmunidad de manera inmediata. En la práctica, la distribución de las vacunas puede llevar un tiempo. El porcentaje de la población inmune en el escenario intermedio del modelo es la que corresponde a un comienzo de la campaña de vacunación en el primer trimestre de 2021.

proyectado, basadas en: i) la combinación de factores relacionados con la pandemia y factores económicos de riesgo, o ii) únicamente factores económicos de riesgo. Dada la incertidumbre sobre la severidad de las medidas de contención, la administración eficaz y oportuna de vacunas encierra el potencial de incrementar el PIB casi un 5 % en la primera mitad de 2021, y la inflación en unos 0,5 puntos porcentuales a finales del año. No obstante, al mismo tiempo, la recuperación puede verse considerablemente frenada si la pandemia empeora y se produce una tercera ola. Para horizontes temporales más largos, el factor predominante es la incertidumbre basada en modelos econométricos estándar obtenida de residuos históricos, más que la evolución de la pandemia.

### Gráfico C

#### Incertidumbre sobre la evolución macroeconómica

(porcentajes)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las áreas sombreadas en rojo señalan únicamente factores económicos de riesgo, mientras que las partes sombreadas en gris muestran la suma de factores económicos de riesgo y relacionados con la pandemia. El área sombreada completa indica intervalos de confianza del 90 %.

## 5 Gasto en vivienda y vivienda en propiedad en la zona del euro

Moreno Roma

**El gasto en vivienda representa una proporción significativa del presupuesto de los hogares.** El gasto en vivienda suele incluir los gastos de los suministros básicos (agua, electricidad, gas y calefacción) y de mantenimiento, así como los pagos por alquiler o intereses hipotecarios, que en total representaron la quinta parte<sup>30</sup> de los ingresos de los hogares en 2019. Las variaciones del gasto en vivienda están estrechamente relacionadas con la evolución del mercado de la vivienda, es decir, de los precios del alquiler y de los inmuebles residenciales, así como con las cuotas hipotecarias. Además, el gasto en vivienda depende de aspectos estructurales (que se abordan específicamente en este recuadro), como la tasa de vivienda en propiedad o determinadas características de los hogares. El motivo es que los arrendatarios y los hogares con rentas más bajas, por ejemplo, tienden a dedicar una proporción elevada de sus ingresos a la vivienda. Con este trasfondo, en este recuadro se examinan ciertos datos que ayudan a explicar la carga que supone el gasto en vivienda en la zona del euro y en los distintos tipos de hogares.

**La carga del gasto en vivienda y la superpoblación tienden a estar distribuidas de forma desigual entre hogares.** Un indicador común de la presión que soportan los hogares es la tasa de sobrecarga del gasto en vivienda, que es el porcentaje de la población que vive en un hogar en el que el gasto total en vivienda asciende a más del 40 % de la renta disponible<sup>31</sup>. En la zona del euro, alrededor del 10 % de los hogares soportaban una sobrecarga en 2019 (gráfico A). Esta cifra agregada oculta una heterogeneidad considerable entre hogares, ya que un 24 % de los arrendatarios que alquilan a precio de mercado tienen una carga excesiva, en comparación con menos del 5 % en el caso de los propietarios sin hipoteca. Sobre la base de este mismo parámetro, más del 12 % de todos los hogares que residen en ciudades superaron este umbral en 2019, frente a menos del 7 % en las zonas rurales. Además, no es de sorprender que en torno a un tercio de todos los hogares situados en el quintil más bajo de la distribución de la renta sostenía una carga excesiva en 2019. Asimismo, la tasa de sobrecarga del gasto en vivienda fue elevada para los hogares unipersonales o de origen extranjero (más del 20 %). Los hogares en los que esta tasa fue mayor —aquellos con vivienda en alquiler, con rentas más bajas, los que viven en ciudades o de origen extranjero— también fueron aparentemente los que con mayor probabilidad habitaban en viviendas superpobladas (gráfico B). Por último, la tasa de sobrecarga varía considerablemente entre países de la zona del euro y, en general, parece que es más baja en países en los que la tasa de vivienda en propiedad es más elevada

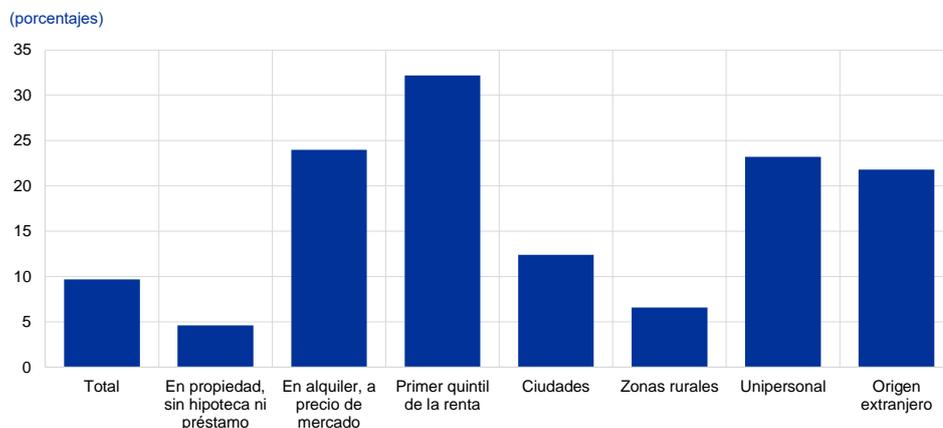
<sup>30</sup> Se incluyen las rentas imputadas.

<sup>31</sup> Tanto el gasto en vivienda como la renta disponible son netos de ayudas a la vivienda. Se obtienen de microdatos basados en las respuestas de los hogares a las encuestas para las estadísticas de la UE sobre la renta y las condiciones de vida (EU-SILC). Para más detalles, véase [Eurostat](#).

(gráfico C). Esta evolución pone de relieve la importancia de las elecciones y las características de los hogares en la carga del gasto en vivienda.

### Gráfico A

#### Tasa de sobrecarga del gasto en vivienda en la zona del euro en 2019

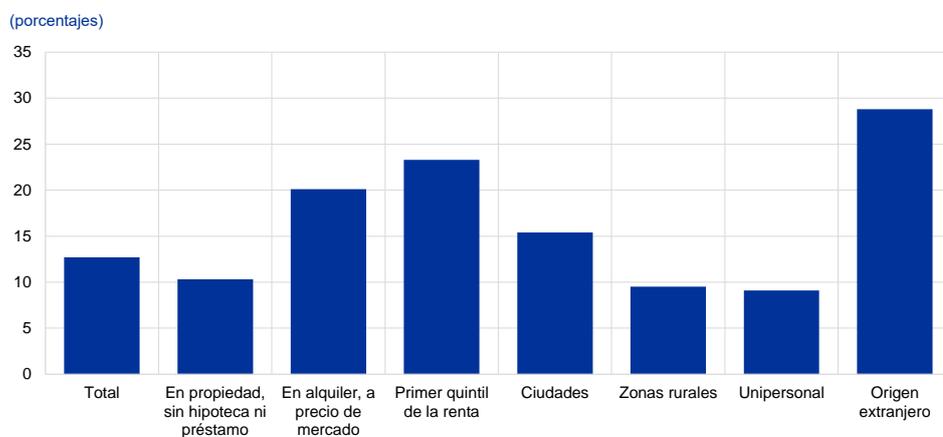


Fuente: EU-SILC.

Notas: Distribución de la población cuyo gasto en vivienda supera el 40 % de la renta disponible. Los datos incluidos en «origen extranjero» se refieren a la población con 18 años o más.

### Gráfico B

#### Tasa de superpoblación de la vivienda en la zona del euro en 2019



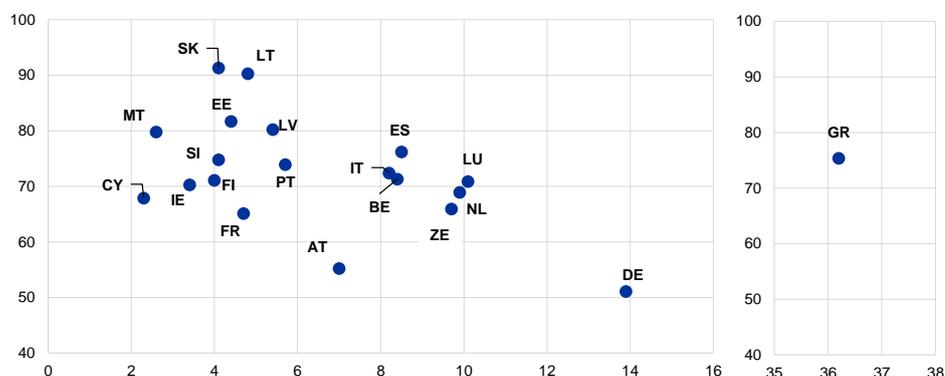
Fuente: EU-SILC.

Notas: La tasa de superpoblación se define como el porcentaje de la población que vive en un hogar superpoblado que no dispone de un número mínimo de habitaciones equivalente a: i) un salón; ii) una habitación por pareja del hogar; iii) una habitación para cada persona con 18 años o más; iv) una habitación para cada par de personas del mismo género con edades comprendidas entre los 12 y los 17 años; v) una habitación para cada persona con edad comprendida entre los 12 y los 17 años y no incluida en la categoría anterior, y vi) una habitación para cada par de hijos menores de 12 años. Los datos incluidos en «origen extranjero» se refieren a la población con 18 años o más.

### Gráfico C

#### Tasa de sobrecarga por vivienda y tasa de vivienda en propiedad en los países de la zona del euro

(eje de abscisas: tasa de sobrecarga por vivienda; eje de ordenadas: tasa de vivienda en propiedad; porcentajes)



Fuente: EU-SILC.

Notas: ZE = zona del euro. Las observaciones más recientes corresponden a 2019, excepto en el caso de Irlanda, Francia, Italia y Eslovaquia, que se refieren a 2018.

#### La relación entre la vivienda en propiedad y la carga del gasto en vivienda depende de las características de los hogares.

Aproximadamente dos tercios de los hogares de la zona del euro eran propietarios de su vivienda en 2019. Los hogares con vivienda en propiedad sin hipoteca representaban cerca del 39 %, mientras que el 27 % tenía una hipoteca o préstamo (gráfico D). En el caso de la vivienda en alquiler, la gran mayoría de los hogares alquilaba a precio de mercado y menos de la tercera parte, a precio reducido. El régimen de tenencia variaba de unos hogares a otros, con diferentes características. Atendiendo a la renta, los hogares con unos ingresos por encima del 60 % de la mediana de la renta (en términos equivalentes) eran en su mayoría propietarios de su vivienda y aquellos con ingresos inferiores a este umbral eran principalmente arrendatarios (gráfico E). Además, el porcentaje de hogares unipersonales en alojamientos arrendados era superior al de los que poseían su vivienda en propiedad, mientras que en el caso de los hogares más numerosos se daba la circunstancia contraria (gráfico F).

#### El hecho de que las tasas de vivienda en propiedad sean más elevadas no es necesariamente bueno ni malo.

Una mayor proporción de viviendas en propiedad puede asociarse a situaciones económicas tanto positivas como negativas. En general, los propietarios suelen soportar una carga por gasto en vivienda menor que los arrendatarios, sobre todo si no tienen hipoteca o si su renta es alta. Además, las tasas de vivienda en propiedad más elevadas también pueden guardar relación con un mayor sentido de comunidad en determinados barrios o con una educación mejor para los hijos. Asimismo, la propiedad de las viviendas, y la riqueza inmobiliaria asociada, se distribuye de manera más uniforme entre los hogares que la riqueza financiera, como acciones y bonos. Estos últimos suelen estar en manos de una parte proporcionalmente menor de la población situada en el tramo más alto de la distribución de la riqueza, por lo que una tasa de vivienda en propiedad elevada

podría suponer efectos beneficiosos en términos de la desigualdad<sup>32</sup>. Sin embargo, el nivel más alto de estas tasas también puede atribuirse a una movilidad geográfica reducida, que puede impedir resultados laborales eficientes al obstaculizar el traslado de los trabajadores a regiones más productivas<sup>33</sup>. Una proporción mayor de viviendas en propiedad también puede estar relacionada con un mercado del alquiler menos desarrollado<sup>34</sup>. Además, un régimen fiscal que favorezca de forma desproporcionada la tenencia en régimen de propiedad, mediante la deducción de los intereses o de las cuotas hipotecarias y otras formas similares de incentivos fiscales, puede ser distorsionador.

### Gráfico D

#### Régimen de tenencia en la zona del euro en 2019

(porcentajes)



Fuente: EU-SILC.

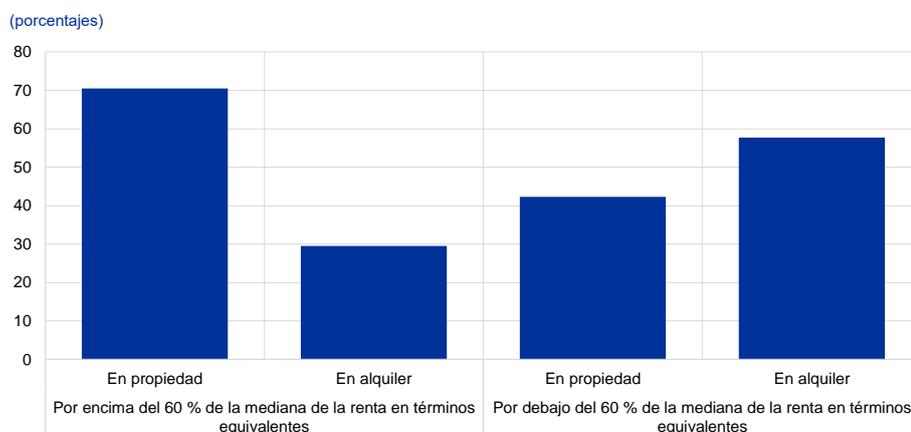
<sup>32</sup> Para más información, véase O. Causa, N. Woloszko y D. Leite, «Housing wealth accumulation and wealth distribution: Evidence and stylised facts», *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 1588, OCDE, París, diciembre de 2019.

<sup>33</sup> Véase, por ejemplo, C. Barceló, «Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries», *Working Papers*, n.º 0603, Banco de España, febrero de 2006.

<sup>34</sup> Para más información, véase J. Halket y M. Pignatti Morano di Custoza, «Homeownership and the scarcity of rentals», *Journal of Monetary Economics*, vol. 76, noviembre de 2015, pp. 107-123.

### Gráfico E

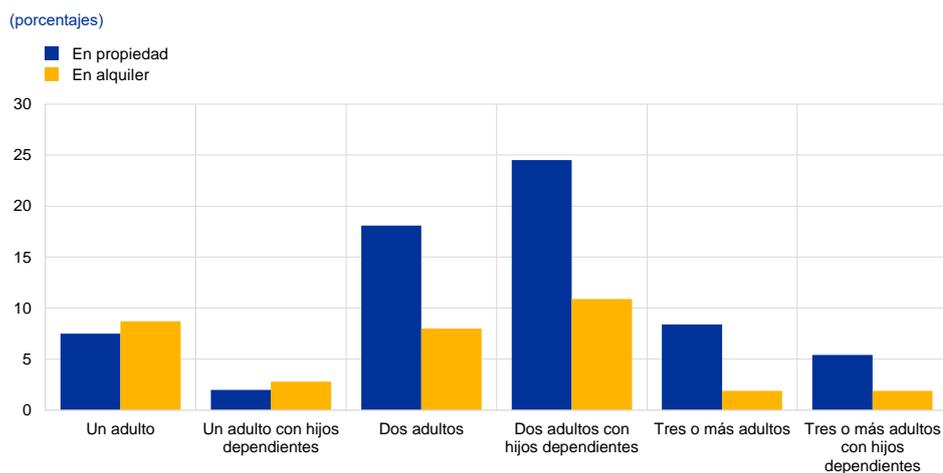
Régimen de tenencia en la zona del euro en 2019, por características de renta



Fuentes: EU-SILC.

### Gráfico F

Régimen de tenencia en la zona del euro en 2019, por tipo de hogar



Fuente: EU-SILC.

**El desarrollo de la crisis del coronavirus (COVID-19) puede incrementar la heterogeneidad de la carga del gasto en vivienda entre los hogares.** De cara al futuro, es probable que los efectos negativos de la crisis del COVID-19 sean particularmente graves para los hogares más desfavorecidos e intensifiquen las diferencias existentes, incluidas las relativas a la carga del gasto en vivienda<sup>35</sup>. El motivo, entre otros, es que el gasto en vivienda tiende a ser más resistente que los niveles de renta, lo que supone un reto cuando los ingresos se ven afectados negativamente, como en el caso de la pandemia actual. Dicho esto, el impacto más amplio y a medio plazo de la crisis del COVID-19 sobre el mercado de la vivienda, en términos de cambios estructurales y elecciones de los hogares, es algo que solo puede observarse con el paso del tiempo.

<sup>35</sup> Véase «COVID-19: Protecting people and societies», OCDE, 2020.

## 6 Los precios de los servicios de turismo y viajes durante la pandemia de COVID-19: ¿hay similitudes entre países y componentes?

Eliza Lis y Jakob Nordeman

**La inflación de los servicios relacionados con turismo y viajes en la zona del euro se ha desplomado durante la pandemia de coronavirus (COVID-19).** En general, la tasa de variación de los precios de los servicios se ha deteriorado recientemente, y en octubre de 2020 registró un mínimo. El principal factor determinante de este descenso ha sido la pronunciada caída de la inflación de los servicios de turismo y viajes (que en este recuadro se refieren a paquetes turísticos, servicios de alojamiento y transporte aéreo de pasajeros), aunque su peso en el componente de servicios del IAPC es relativamente moderado (gráfico A)<sup>36</sup>. Es probable que esto refleje la naturaleza de las medidas de contención y de confinamiento adoptadas en toda la zona del euro<sup>37</sup>. Habida cuenta de que el impacto de los confinamientos en la inflación ha sido particularmente apreciable en los países con un grado elevado de exposición al turismo<sup>38</sup>, en este recuadro se analizan las posibles similitudes en las partidas de turismo y viajes afectadas por los confinamientos asociados al COVID-19 que han contribuido a la reducción de la inflación de los servicios en todos los países de la zona del euro.

---

<sup>36</sup> Los precios de los paquetes turísticos se registran en el país en el que comienza el viaje, aunque es posible que la mayor parte del servicio se preste en el destino. Con todo, es probable que estos precios reflejen la evolución de los precios de los servicios de alojamiento, restauración y otros similares en el lugar de destino.

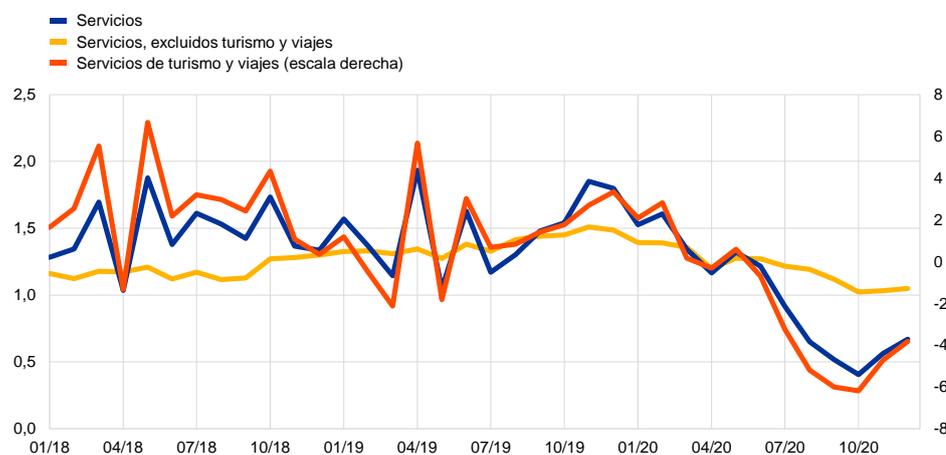
<sup>37</sup> Se ha de tener presente que los confinamientos han provocado cambios importantes en los patrones de gasto en consumo que hasta ahora no han quedado reflejados en las estadísticas oficiales de inflación. Para un análisis detallado de los cambios en el consumo de los hogares inducidos por la pandemia y sus implicaciones para la inflación, véase el recuadro titulado «[Patrones de consumo y problemas de medición de la inflación durante la pandemia de Covid-19](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020.

<sup>38</sup> Véase el recuadro titulado «[Evolución del sector de turismo durante la pandemia de Covid-19](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

## Gráfico A

### Evolución de la inflación de los servicios y de la inflación de los servicios, excluidos turismo y viajes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los servicios de turismo y viajes incluyen: i) paquetes turísticos, ii) servicios de alojamiento y iii) transporte aéreo de pasajeros.

**El descenso de la inflación de los servicios de turismo y viajes en la zona del euro ha sido generalizado en todos los componentes incluidos (es decir, paquetes turísticos, servicios de alojamiento y transporte aéreo de pasajeros)<sup>39</sup>.** Este descenso general tuvo su origen, principalmente, en la caída de las tasas de variación de los precios del transporte aéreo de pasajeros (alrededor de un 45 %), seguida de las de los servicios de alojamiento, mientras que los paquetes turísticos fueron los que menos contribuyeron a la disminución (gráfico B, panel a)<sup>40</sup>. Las partidas que integran los servicios de turismo y viajes suelen mostrar una estacionalidad elevada, y los precios más altos suelen corresponder a los meses de verano. En 2020, los precios de los servicios de alojamiento y del transporte aéreo de pasajeros (con respecto a enero) han sido, desde el verano, inferiores a los niveles medios relativos de años anteriores, y considerablemente inferiores a los precios de 2019 (gráfico B, panel b). Además, el fuerte impacto al alza estacional en los precios del transporte aéreo de pasajeros, que generalmente se produce en los meses de verano, fue más moderado en el verano de 2020. En conjunto, esto implica que el nivel de precios de los servicios de alojamiento y del transporte aéreo de pasajeros ha disminuido desde que comenzó la pandemia.

<sup>39</sup> En 2020, el peso de los servicios de turismo y viajes en el IAPC de servicios de la zona del euro fue de alrededor del 10 %.

<sup>40</sup> A partir de febrero de 2020, la tasa de variación de los precios del transporte aéreo de pasajeros descendió unos 20 puntos porcentuales, y en octubre registró un mínimo. En ese mismo período, la inflación de los servicios de alojamiento retrocedió alrededor de 7,5 puntos porcentuales, y en septiembre de 2020 registró un mínimo. Del mismo modo, la inflación de los paquetes turísticos cayó en torno a 5,5 puntos porcentuales, y en agosto de 2020 registró su nivel más bajo.

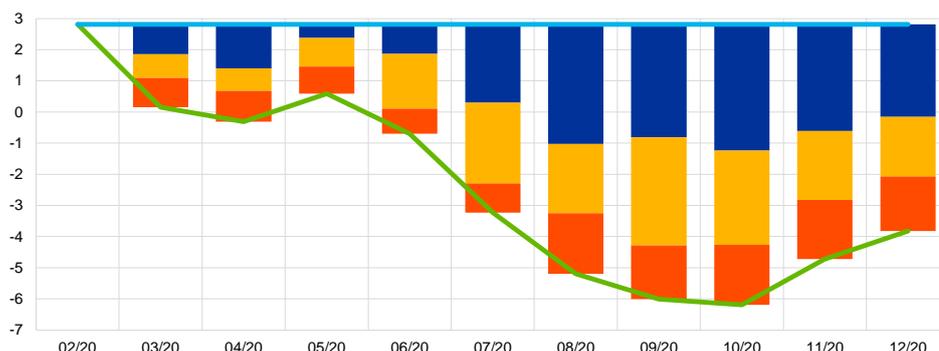
## Gráfico B

### Determinantes de la inflación de los servicios de turismo y viajes

(panel a: tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales con respecto a febrero de 2020; panel b: índice enero = 100)

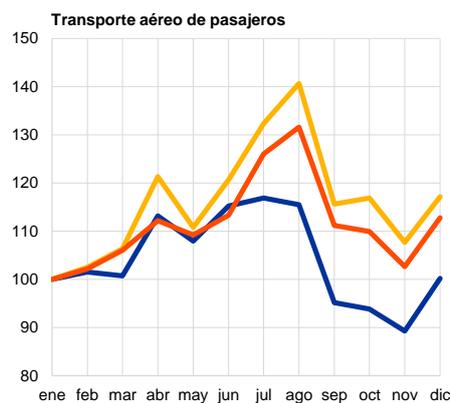
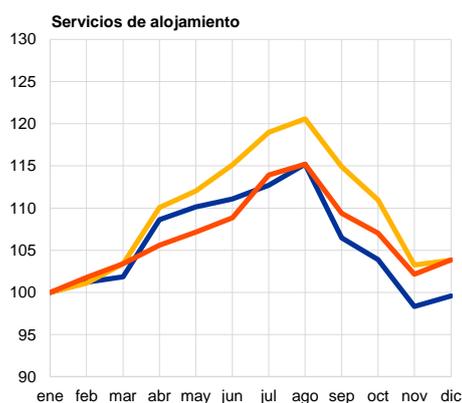
#### a) Contribuciones

- Transporte aéreo de pasajeros (19 %)
- Servicios de alojamiento (46 %)
- Paquetes turísticos (35 %)
- Servicios de turismo y viajes
- Servicios de turismo y viajes, febrero de 2020



#### b) Estacionalidad

- 2020
- 2019
- Media 2011-2018



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las ponderaciones de los paquetes turísticos, los servicios de alojamiento y el transporte aéreo de pasajeros en los servicios de turismo y viajes se muestran entre paréntesis en el panel a. Las barras del panel a indican las contribuciones acumuladas a la variación de la inflación medida por el IAPC de los servicios de turismo y viajes desde febrero de 2020, y la línea horizontal se refiere al IAPC de los servicios de turismo y viajes en esa fecha.

**En su conjunto, el componente internacional de los servicios de turismo y viajes ha sido el principal determinante de la contracción histórica que se ha producido en la inflación en esta rama de los servicios (gráfico C).** El efecto se amplifica en el caso de los paquetes turísticos y el transporte aéreo de pasajeros porque el peso del componente internacional<sup>41</sup> es de alrededor del 85 % para la

<sup>41</sup> Los precios de los vuelos internacionales incluyen los vuelos entre países de la zona del euro y a países de fuera de la zona. Los vuelos nacionales solo comprenden los vuelos dentro de un país de la zona.

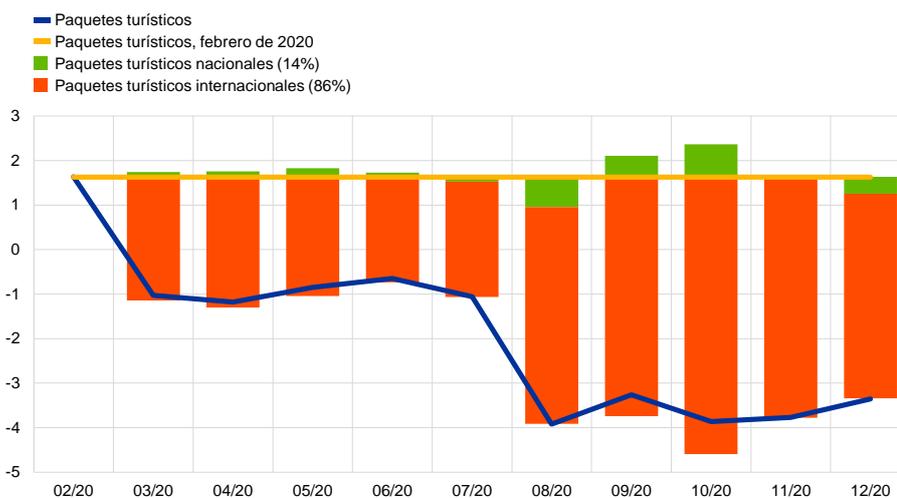
zona del euro<sup>42</sup>. En comparación, el turismo nacional mantuvo una capacidad de resistencia relativa en muchos países de la zona del euro, y la caída de las tasas de variación interanual de los precios de los paquetes turísticos y vuelos nacionales fue más moderada<sup>43</sup>.

### Gráfico C

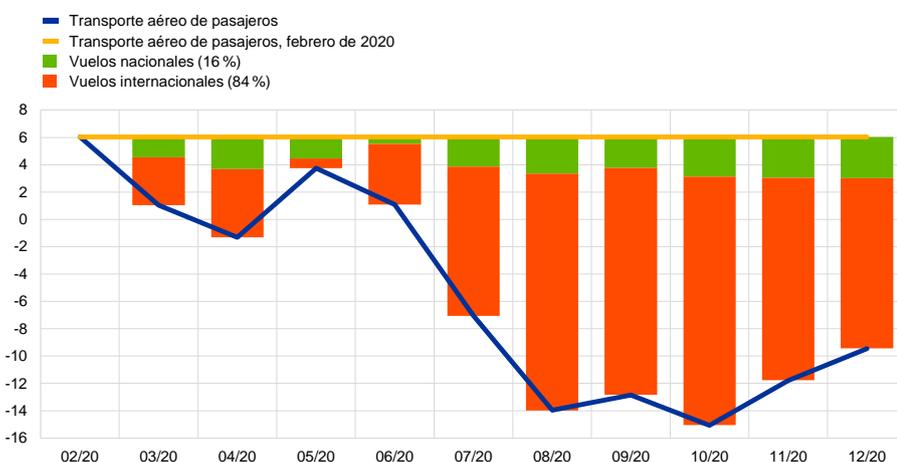
#### Inflación de los componentes nacional e internacional de los paquetes turísticos y del transporte aéreo de pasajeros

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

##### a) Paquetes turísticos



##### b) Transporte aéreo de pasajeros



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las ponderaciones de los componentes nacional e internacional de los paquetes turísticos y del transporte aéreo de pasajeros se muestran entre paréntesis.

<sup>42</sup> En el caso de los servicios de alojamiento, un desglose más detallado incluiría: i) hoteles, hostales, pensiones y servicios de alojamiento similares; ii) centros de vacaciones, *campings*, albergues juveniles y servicios de alojamiento similares, y iii) servicios de alojamiento en otros establecimientos. Este desglose no distingue entre huéspedes nacionales y otros huéspedes.

<sup>43</sup> La tasa de variación de los precios de los vuelos nacionales se redujo unos 10 puntos porcentuales entre febrero y julio de 2020, mientras que la de los vuelos internacionales cayó alrededor de 20 puntos porcentuales. Las tasas de inflación de los paquetes turísticos nacionales descendieron en julio y agosto de 2020, pero antes y después mantuvieron una capacidad de resistencia relativa.

**Durante los primeros confinamientos en el segundo trimestre de 2020, se produjo un retardo en la transmisión a los precios de los servicios de turismo y viajes<sup>44</sup>.** Existen varias razones que explican la persistencia inicial de la inflación de estos servicios. Primero, como consecuencia del distanciamiento social y de las restricciones directas a la movilidad (o indirectamente, mediante la imposición de cuarentenas), incluso si las empresas hubieran rebajado los precios, era probable que la demanda siguiera siendo reducida o inexistente. Segundo, es posible que las empresas optaran por aplazar cambios en los precios hasta que se levantaran las restricciones, con el fin de evitar costes de menú adicionales. Tercero, los índices de precios publicados en el segundo trimestre de 2020 se basaron en gran medida en imputaciones de precios y, por ello, puede que no hayan captado el impacto económico negativo subyacente durante ese período<sup>45</sup>. Más bien, en general, las tasas de inflación reflejaron la evolución de datos de 2019. Cuando estos efectos se disiparon, la debilidad de la demanda quedó más patente en el tercer trimestre de 2020<sup>46</sup>.

**Es posible que el reciente movimiento al alza de las tasas de inflación de los servicios de turismo y viajes se vea afectado por un nuevo aumento del porcentaje de imputaciones.** Muchos países de la zona del euro han vuelto a imponer estrictas medidas de confinamiento últimamente, lo que ha incrementado el porcentaje de imputaciones. En el cuarto trimestre de 2020, los precios imputados se concentraron en el sector servicios, con alrededor del 20 % de las imputaciones de la zona del euro. Durante ese trimestre, los índices de los paquetes turísticos y de los servicios de alojamiento en la zona del euro se consideraron poco fiables<sup>47</sup>. De manera similar a lo que sucedió durante el confinamiento del segundo trimestre de 2020, los precios imputados y el aplazamiento de las revisiones de precios por parte de las empresas podrían no reflejar las presiones inflacionistas reales.

**En todos los países de la zona del euro, la inflación de los servicios de turismo y viajes se ha reducido con respecto a los niveles anteriores a la pandemia (gráfico D).** No obstante, se observa cierta heterogeneidad entre países en cuanto a la magnitud de la caída y a los componentes que más han contribuido. En general, en los países que suelen ser exportadores netos de los servicios de turismo y viajes fue también donde más retrocedió la inflación de esta partida en comparación con febrero de 2020<sup>48</sup>. Los precios del transporte aéreo de pasajeros fueron los que más contribuyeron al acusado deterioro de la inflación de los

<sup>44</sup> Véase el artículo 2, titulado «The role of demand and supply factors in HICP inflation during the COVID-19 pandemic – a disaggregated perspective», en este Boletín Económico.

<sup>45</sup> En los servicios en general, el porcentaje de imputaciones para la zona del euro en su conjunto fue superior al 40 % en abril de 2020. En algunos países de la zona, ese porcentaje fue más elevado y, para determinados servicios de turismo y viajes, incluso del 100 %.

<sup>46</sup> Pese a la disminución del porcentaje de imputaciones en el tercer trimestre de 2020, varios países utilizaron imputaciones para componentes de los servicios de turismo y viajes. Por ejemplo, si se consideran las grandes economías de la zona del euro, los precios del transporte aéreo de pasajeros se imputaron en Alemania durante todo el tercer trimestre de 2020, y en Italia en julio y agosto de 2020.

<sup>47</sup> Los precios del transporte aéreo de pasajeros se han considerado poco fiables en lo que respecta a algunos Estados miembros de la UE, pero no a escala de la zona del euro.

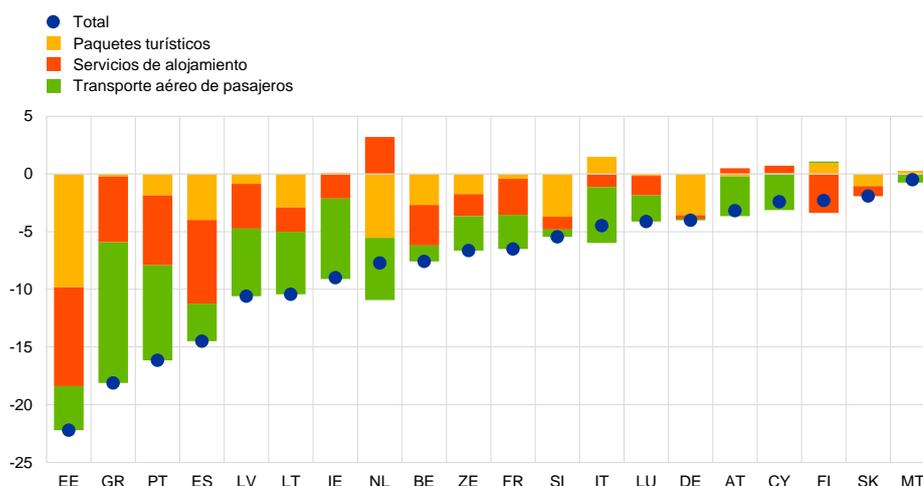
<sup>48</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución del sector de turismo durante la pandemia de Covid-19», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

servicios de turismo y viajes en los distintos países de la zona. Aunque la aportación de la tasa de variación de los precios de los servicios de alojamiento también fue elevada en muchos países del sur de Europa, los paquetes turísticos han sido un importante determinante del descenso observado en Alemania<sup>49</sup> y en los Países Bajos<sup>50</sup>.

### Gráfico D

#### Evolución de la inflación de los servicios de turismo y viajes en los países de la zona del euro

(variaciones con respecto a febrero de 2020, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**De cara al futuro, la incertidumbre acerca de las perspectivas de inflación de los servicios de turismo y viajes ha aumentado.** Aunque se han vuelto a imponer medidas de confinamiento gradualmente, las campañas de vacunación han comenzado en toda la zona del euro. Si los confinamientos se endurecen, es probable que los porcentajes de imputación de los precios de estos servicios se incrementen. Las empresas podrían abstenerse de modificar los precios porque la demanda es bastante inelástica a cambios en los precios en las circunstancias actuales. Estos factores pueden dificultar la interpretación de las presiones inflacionistas reales. Cuando las restricciones asociadas a los confinamientos se levanten de nuevo, la dinámica habitual de ajustes de precios por parte de las empresas se reanudará, pero su magnitud y naturaleza dependerán de las condiciones de oferta y de demanda vigentes. En general, las perspectivas de inflación de los servicios de turismo y viajes siguen siendo inciertas, ya que pueden materializarse riesgos tanto al alza como a la baja en función de la evolución de la pandemia de COVID-19.

<sup>49</sup> En Alemania, parte del impacto también es atribuible a la rebaja del IVA en julio de 2020.

<sup>50</sup> Metodológicamente, el componente *paquetes turísticos* tiene un peso destacado, sobre todo en Alemania, España y Países Bajos, si se consideran los cinco países más importantes de la zona del euro.

# Artículos

## 1 El diálogo del BCE con las empresas no financieras

Catherine Elding, Richard Morris y Michal Slavik

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

### Introducción

**Al igual que muchos bancos centrales, el BCE mantiene contactos periódicos con la comunidad empresarial no financiera.** Estos contactos suelen producirse, principalmente, a través de conversaciones telefónicas periódicas entre expertos del BCE y empresas no financieras líderes. Estos intercambios son una manera de recabar información sobre el estado de la economía para contribuir a la política monetaria del BCE. También se mantienen contactos de alto nivel en el marco del foro de diálogo *Non-Financial Business Sector Dialogue* (NFBD)<sup>51</sup>. Además, se realizan encuestas ocasionales sobre temas específicos respecto de los que directivos de estas empresas pueden ofrecer su valoración sobre cuestiones de actualidad. El ejemplo más reciente es una breve encuesta sobre los efectos a largo plazo de la pandemia de COVID-19<sup>52</sup>.

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

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

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

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

Derry O'Brien, Clémence Dumoncel y Eduardo Gonçalves

### Introducción

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

**La adopción de una perspectiva más detallada de lo habitual facilita la comprensión de los determinantes de la inflación durante la pandemia.** Con frecuencia, los bancos centrales utilizan un enfoque desagregado para complementar los análisis basados en la inflación general. Este enfoque suele emplearse para extraer las tendencias (comunes) subyacentes de la inflación o para mejorar la precisión de las previsiones<sup>53</sup>. Para conocer los factores que determinan la inflación, el BCE analiza periódicamente sus principales componentes, como la energía, los alimentos, los bienes industriales no energéticos y los servicios. Como el análisis que se presenta en este artículo se basa en un nivel de detalle superior al habitual (es decir, los doce subcomponentes del Índice Armonizado de Precios de Consumo, IAPC), ayuda a entender mejor el impacto heterogéneo de la pandemia en los distintos componentes y, en última instancia, a comprender mejor los determinantes actuales de la inflación general<sup>54</sup>.

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

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

**Es probable que el papel de los efectos de oferta, en particular, sea más relevante de lo habitual en varios componentes de la inflación.** La naturaleza de los confinamientos y de las medidas de contención que se impusieron tras la irrupción de la pandemia conllevó cierres de actividad o un incremento de los costes para algunos sectores<sup>55</sup>. Las variaciones de precios asociadas a estos efectos por el lado de la oferta pueden, en primer lugar, modificar la evolución de los precios relativos y no necesariamente la inflación agregada. En los análisis periódicos de la inflación suelen examinarse las disrupciones de oferta a corto plazo en los precios de la energía y de los alimentos, debido a la gran magnitud que a menudo tienen este tipo de perturbaciones. Sin embargo, un elemento distintivo de la pandemia es la influencia —mayor de la habitual— de los efectos de oferta en la inflación subyacente como consecuencia de los confinamientos. Un enfoque desagregado que se amplía para incluir los componentes subyacentes también puede arrojar luz sobre las consecuencias de la perturbación de demanda asociadas a la incertidumbre o a las pérdidas de renta relacionadas con el COVID-19. Dada la magnitud de la perturbación, puede haber implicaciones para los niveles de precios agregados y, en función de las elasticidades de renta y de sustitución, para los precios relativos.

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

## Conclusiones

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

---

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

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

**Es probable que siga siendo necesaria una perspectiva más detallada que la habitual para evaluar la evolución de la pandemia y sus implicaciones para los determinantes de la inflación.** Para la política monetaria es importante identificar y no tener solo en cuenta los efectos por el lado de la oferta para obtener una imagen más clara de los efectos desinflacionistas de demanda que se derivan inevitablemente de las pérdidas de renta y de la incertidumbre. Además, en trabajos de investigación recientes también se ha planteado si los efectos de oferta podrían transformarse en efectos de demanda negativos más intensos<sup>56</sup>. Dada la clara relevancia de política económica de tal escenario, convendría considerar con mayor detenimiento este mecanismo en el contexto de la zona del euro, que depende, en parte, del alcance de sus vínculos intersectoriales. Por último, aunque los efectos de oferta no relacionados con las materias primas anteriores a la pandemia (por ejemplo, perturbaciones tecnológicas) son, en general, más débiles, son un factor que siempre influye en la dinámica de los precios. En este sentido, el análisis más detallado de los determinantes de la inflación presentado en este artículo puede seguir siendo útil también después de la pandemia.

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

---

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

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

Stephan Haroutunian, Steffen Osterloh y Kamila Sławińska

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

### Introducción

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

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

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

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

**Cuadro 1**  
Categorías de instrumento fiscal

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

Nota: Elaboración propia.

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

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

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

## Conclusiones e implicaciones para la política fiscal

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

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

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

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

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

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

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

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

© Banco Central Europeo, 2021

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 20 de enero de 2021.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-21-001-ES-N (edición electrónica)