

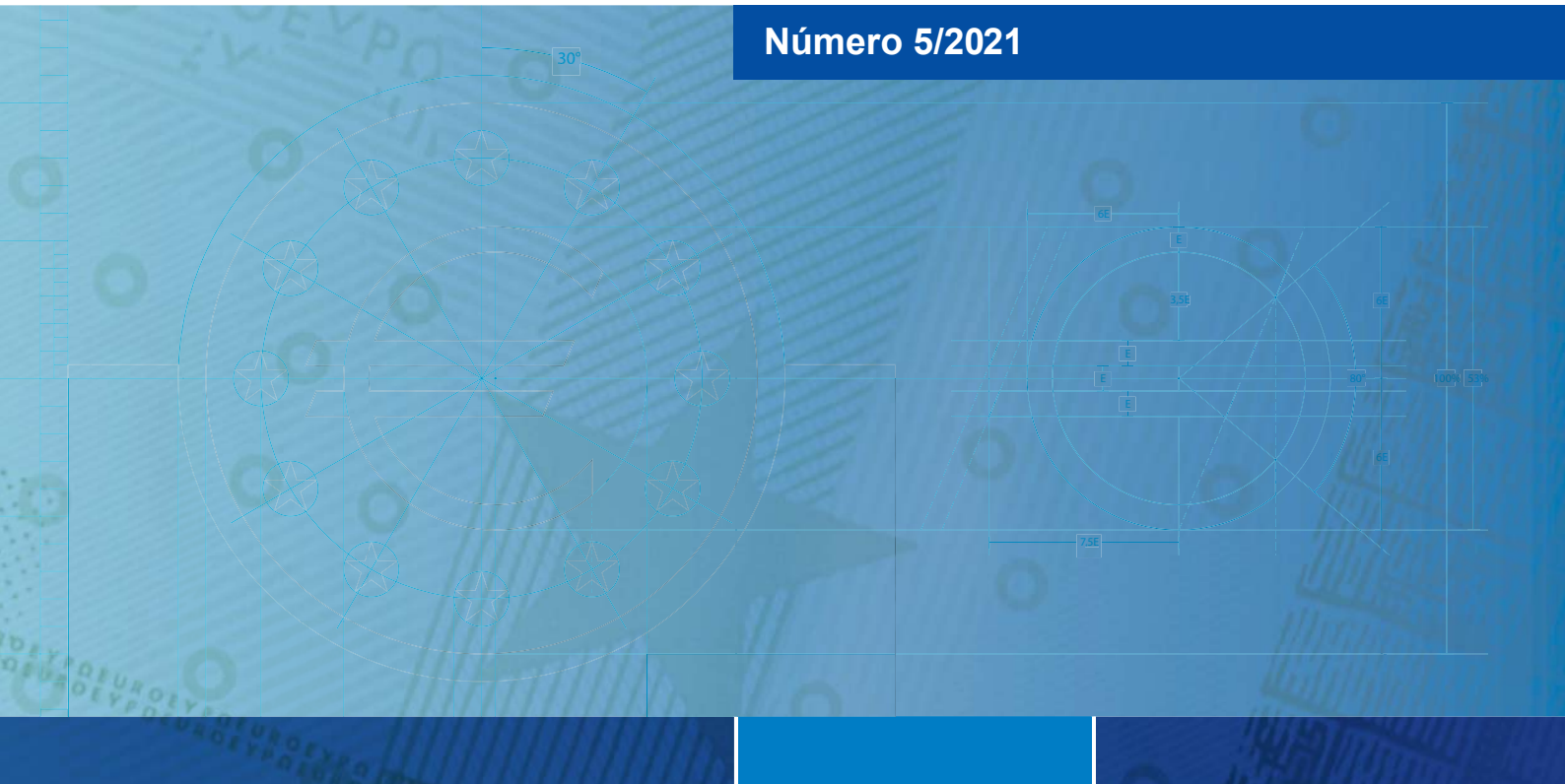


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 5/2021



Índice

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria	3
Resumen	3
1 Entorno exterior	8
2 Evolución financiera	13
3 Actividad económica	17
4 Precios y costes	24
5 Dinero y crédito	31
Recuadros	
1 Las implicaciones del ahorro acumulado durante la pandemia para las perspectivas económicas globales	36
2 Dispersión entre sectores de las expectativas de beneficios de las empresas durante la crisis del COVID-19	45
3 La heterogeneidad del impacto económico de la pandemia en los países de la zona del euro	50
4 COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: actualización	58
5 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	65
6 El papel de la evolución sectorial en el crecimiento de los salarios en la zona del euro desde el inicio de la pandemia	68
7 Evolución reciente de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro	73
8 El impacto estructural de la transición de los planes de pensiones de prestación definida a los de aportación definida	79
Artículos	
1 Descripción de la estrategia de política monetaria del BCE	89
2 El uso de técnicas de aprendizaje automático y de <i>big data</i> en el análisis del ciclo económico	90
3 El papel de los Gobiernos en el sector de sociedades no financieras durante la crisis del COVID-19	94

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

Actividad económica

El ritmo de recuperación continúa siendo sólido a escala global, en un contexto de restricciones de oferta persistentes. Los datos del índice de directores de compras correspondiente a junio muestran unos niveles históricamente elevados en el segundo trimestre de 2021 en su conjunto. Al mismo tiempo, el dinamismo del crecimiento se ralentizó algo en junio, ya que la actividad se normalizó, en cierta medida, en varias economías importantes. El comercio de bienes mantiene su vigor, pese a los crecientes factores adversos asociados a los cuellos de botella en la oferta. Por lo que respecta a la dinámica de la inflación mundial, las presiones inflacionistas volvieron a aumentar, debido fundamentalmente a factores transitorios, como los efectos de base y las restricciones de oferta relacionadas con la pandemia. De cara al futuro, la evolución de la pandemia sigue constituyendo una fuente de incertidumbre para la recuperación económica mundial y puede desembocar en una senda de crecimiento cada vez más desigual en los distintos países.

La economía de la zona del euro se recuperó en el segundo trimestre del año y, a medida que se van relajando las restricciones, se mantiene en la senda adecuada para registrar un fuerte crecimiento en el tercer trimestre. El número de personas vacunadas aumenta sin parar y las restricciones asociadas a los confinamientos se han suavizado en la mayoría de los países de la zona del euro. Se espera que la actividad del sector manufacturero sea vigorosa, pese a los cuellos de botella en la oferta que están lastrando la producción a corto plazo. La reapertura de grandes partes de la economía está apoyando una fuerte recuperación en los servicios, pero la variante delta del coronavirus (COVID-19) podría frenarla, especialmente en el turismo y en la hostelería.

El gasto en consumo está creciendo, dado que las personas están acudiendo de nuevo a las tiendas y a los restaurantes y están volviendo a viajar. Las mejores perspectivas de empleo, el aumento de la confianza y el mantenimiento de las ayudas públicas están reforzando el gasto. La actual recuperación de la demanda interna y mundial está promoviendo el optimismo entre las empresas, lo que favorece la inversión. Por primera vez desde el inicio de la pandemia, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro indica que la financiación de la inversión en capital fijo es un factor importante que está impulsando la demanda de préstamos a empresas.

Se espera que la actividad económica retorne a su nivel anterior a la crisis en el primer trimestre del próximo año, pero aún queda un largo camino por recorrer hasta que se contrarresten los daños causados por la pandemia en la economía. El número de personas acogidas a programas de mantenimiento del empleo se ha reducido, pero continúa siendo elevado. En conjunto, todavía hay 3,3 millones de empleados menos que antes de la pandemia, principalmente jóvenes y trabajadores menos cualificados. Es esencial que las políticas continúen prestando un apoyo significativo. Un plan de política fiscal ambicioso y coordinado debe seguir complementando la política monetaria para sostener la confianza y apoyar el gasto. El programa *Next Generation EU* también está desempeñando un papel fundamental, dado que debería contribuir a lograr una recuperación más fuerte y más uniforme en toda la zona del euro.

Inflación

La inflación de la zona del euro se situó en el 1,9 % en junio. Se espera que siga subiendo en los próximos meses y que vuelva a disminuir el próximo año. El actual aumento se debe principalmente a la subida de los precios de la energía y a efectos de base derivados de la acusada caída de los precios del petróleo al inicio de la pandemia y del impacto de la reducción temporal del IVA en Alemania el año pasado. El efecto de estos factores debería desaparecer a principios de 2022 cuando se eliminen del cálculo de la inflación interanual. A corto plazo, la considerable capacidad productiva sin utilizar en la economía está frenando las presiones inflacionistas subyacentes. El fortalecimiento de la demanda y las presiones temporales de costes en la cadena de suministro ejercerán cierta presión al alza sobre los precios, pero el débil crecimiento de los salarios y la anterior apreciación del euro indican que esas presiones probablemente seguirán siendo contenidas durante algún tiempo.

Aún queda camino por recorrer antes de que los efectos de la pandemia sobre la inflación desaparezcan. A medida que la economía se recupera, respaldada por las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, se espera que la inflación aumente a medio plazo, aunque se mantendrá por debajo del objetivo del BCE. Pese a que los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo han aumentado, aún continúan a cierta distancia del objetivo del BCE del 2 %.

Evaluación de riesgos

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos para las perspectivas económicas están, en general, equilibrados. La actividad económica podría superar las expectativas del BCE si los consumidores gastan más de lo actualmente esperado y utilizan con más rapidez el ahorro que han acumulado durante la pandemia. Una mejora más rápida de la situación de la pandemia también podría dar lugar a una expansión más vigorosa de lo previsto en la actualidad. Sin embargo, el crecimiento

podría ser inferior al esperado si la pandemia se intensifica o si la escasez de oferta resulta más persistente y frena la producción.

Condiciones financieras y monetarias

La recuperación del crecimiento y de la inflación sigue dependiendo de unas condiciones de financiación favorables. Los tipos de interés de mercado se han reducido desde la última reunión de política monetaria de junio. Las condiciones de financiación de la mayoría de las empresas y hogares se mantienen en niveles favorables.

La creación de dinero en la zona del euro siguió normalizándose en mayo de 2021 —y se situó en el 8,4 %, en términos de crecimiento interanual—, reflejo de la moderación de los flujos monetarios y de crédito en un contexto de mejora de la situación de la pandemia de coronavirus. Mientras que el ritmo de acumulación de depósitos por parte de los hogares y las empresas se normalizó, las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero. El crecimiento de los préstamos al sector privado retornó a los niveles previos a la pandemia (2,7 % en tasa interanual) debido a la contención del crédito empresarial. Además, según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares prácticamente no variaron en el segundo trimestre de 2021, al tiempo que la demanda de préstamos de ambos sectores se incrementó.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares permanecen en mínimos históricos. En mayo de 2021, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras descendió hasta el 1,46 %, mientras que apenas varió en el caso de los préstamos a hogares y se situó en el 1,32 %. Las empresas siguen contando con fondos suficientes procedentes de los créditos obtenidos en la primera ola de la pandemia, lo que explica en parte la ralentización del crédito a las empresas. En cambio, los préstamos a los hogares se mantienen. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro más reciente muestran que las condiciones de los préstamos a las empresas y a los hogares se han estabilizado. La liquidez sigue siendo abundante.

Paralelamente, el coste de emisión de acciones de las empresas es todavía elevado. Muchas empresas y hogares han asumido más deuda para afrontar la pandemia. Por tanto, un empeoramiento de la economía podría poner en peligro su salud financiera, lo que podría acabar afectando a la calidad de los balances de los bancos. Sigue siendo esencial impedir que las tensiones en los balances y el endurecimiento de las condiciones de financiación se refuercen mutuamente.

Declaración de política monetaria

Con este trasfondo, en la reunión de política monetaria celebrada en julio, el Consejo de Gobierno se centró en dos temas principales: en primer lugar, las implicaciones de la revisión de su estrategia para sus indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales del BCE y, en segundo lugar, su evaluación de la economía y sus medidas frente a la pandemia.

En la reciente revisión de la estrategia del BCE, el Consejo de Gobierno acordó un objetivo de inflación simétrico del 2 % a medio plazo. Los tipos de interés oficiales del BCE se han situado en niveles próximos a su límite inferior durante algún tiempo y las perspectivas de inflación a medio plazo están aún muy por debajo del objetivo del BCE. En estas condiciones, el Consejo de Gobierno ha revisado sus indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés con el fin de subrayar su compromiso con el mantenimiento de una orientación de política monetaria persistentemente acomodaticia para cumplir su objetivo de inflación

Para apoyar su objetivo simétrico de inflación del 2 % y en línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en sus niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observe que la inflación se sitúa en el 2 % bastante antes del final del horizonte de proyección y de forma duradera en el resto de dicho horizonte, y considere que el progreso observado en la inflación subyacente está suficientemente avanzado para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo. Ello también podría implicar un período transitorio en el que la inflación sea moderadamente superior al objetivo.

El Consejo de Gobierno consideró que la recuperación de la economía de la zona del euro avanza por buen camino, pero la pandemia sigue ensombreciendo el panorama, en especial debido a que la variante delta genera cada vez más incertidumbre. La inflación ha aumentado, aunque se espera que este aumento sea fundamentalmente temporal. Las perspectivas de inflación a medio plazo siguen siendo débiles.

Es necesario preservar unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía durante el período de la pandemia. Ello es esencial para que la actual recuperación se convierta en una expansión duradera y contrarreste el impacto negativo de la pandemia sobre la inflación. En consecuencia, habiendo confirmado la evaluación del Eurosistema de junio relativa a las condiciones de financiación y a las perspectivas de inflación, el Consejo de Gobierno sigue esperando que el ritmo de las compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) durante el actual trimestre sea significativamente más elevado que en los primeros meses de este año.

El Consejo de Gobierno también ha confirmado sus demás medidas para apoyar el mandato de estabilidad de precios del BCE, es decir, el nivel de los tipos de interés oficiales del BCE, las compras del Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP), las políticas de reinversión del Consejo de Gobierno y sus operaciones de financiación a plazo más largo.

Asimismo, está preparado para ajustar todos sus instrumentos, según proceda, para asegurar que la inflación se estabilice en el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo.

Entorno exterior

El ritmo de recuperación continúa siendo sólido a escala global, en un contexto de restricciones de oferta. Los datos del índice de directores de compras correspondiente a junio muestran unos niveles históricamente elevados en el segundo trimestre de 2021 en su conjunto. Al mismo tiempo, el dinamismo del crecimiento se ralentizó algo en junio, ya que la actividad se normalizó en varias economías importantes. El comercio de bienes mantiene su vigor, pese a los crecientes factores adversos asociados a los cuellos de botella en la oferta. Por lo que respecta a la dinámica de la inflación, las presiones inflacionistas volvieron a aumentar, en parte como resultado de efectos de base y de las restricciones de oferta, que se consideran de carácter transitorio. De cara al futuro, la evolución de la pandemia de coronavirus (COVID-19) sigue constituyendo una fuente de incertidumbre para la recuperación económica mundial y puede desembocar en una senda de crecimiento cada vez más desigual en los distintos países.

El ritmo de recuperación global continúa siendo sólido, en un contexto de evolución divergente de la pandemia. El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se incrementó un 0,9 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2021. Se espera que el dinamismo del crecimiento haya mantenido su vigor en el segundo trimestre, dado que tanto los países avanzados como los emergentes siguen reabriendo sus economías en un entorno de divergencias en la evolución de la pandemia. La nueva variante delta del coronavirus está provocando un aumento de los contagios en varias economías. Con todo, en los países con tasas de vacunación relativamente elevadas, las presiones sobre los sistemas sanitarios han seguido siendo limitadas, pese al incremento de los casos de COVID-19. En general, la evolución de la pandemia sigue constituyendo uno de los factores que están influyendo en las diferentes perspectivas de crecimiento de los países.

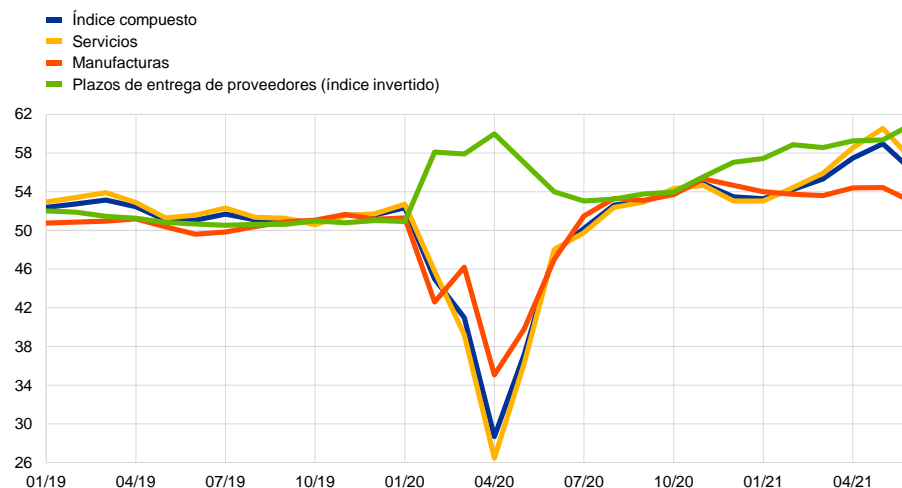
La recuperación mundial también se refleja en los sólidos datos obtenidos de las encuestas. En el segundo trimestre de 2021, el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto (excluida la zona del euro) de actividad aumentó hasta alcanzar su nivel más alto en los quince últimos años. La actividad económica continúa siendo vigorosa en las manufacturas y está cobrando fuerza en los servicios. Los datos procedentes de encuestas registraron una ligera moderación hacia el final del citado trimestre, ya que los elevados valores del PMI se normalizaron hasta cierto punto en varios países, entre ellos Estados Unidos y China.

Al mismo tiempo, las restricciones de oferta están generando efectos adversos para la actividad económica y el comercio mundiales. En junio, los plazos de entrega de los proveedores (excluida la zona del euro) superaron el máximo observado durante el parón global de la actividad en abril del año pasado (gráfico 1). Las restricciones de oferta producen disrupciones en las cadenas globales de valor, en particular escasez de chips, lo que está retrasando la producción y la entrega de vehículos y de diversos productos eléctricos.

Gráfico 1

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

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2021. Un aumento de los «plazos de entrega de proveedores (índice invertido)» implica mayores plazos de entrega de bienes manufacturados.

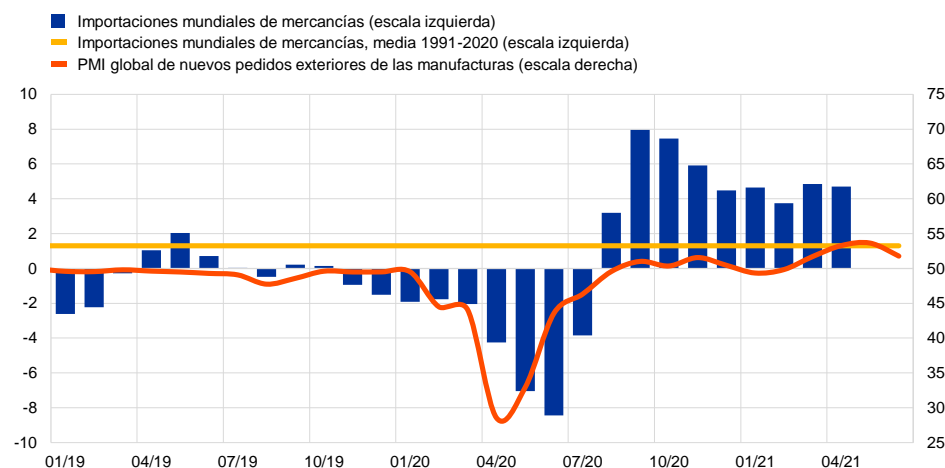
Pese a las fricciones observadas en las cadenas de suministro, el comercio mundial se mantuvo sólido en la primera mitad de 2021. Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) de mercancías permanecieron estables en abril, en términos intertrimestrales.

Por otra parte, en el segundo trimestre de 2021, el PMI global (excluida la zona del euro) de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas alcanzó su nivel más elevado en los once últimos años, aunque en junio se moderó ligeramente (gráfico 2). Sin embargo, el comercio de servicios sigue deprimido, sobre todo como consecuencia de la continuada debilidad de los flujos de turismo.

Gráfico 2

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

(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 abril de 2021 (importaciones mundiales de mercancías) y a junio de 2021 (PMI).

La inflación mundial volvió a aumentar en mayo, debido, en gran parte, a factores transitorios. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó hasta situarse en el 3,8 % en mayo, desde el 3,3 % de abril. La contribución de las subidas de los precios de las materias primas —que se vieron impulsados adicionalmente por efectos de base anuales— a esta evolución fue significativa, mientras que los cuellos de botella en la oferta y los estímulos fiscales también favorecieron las presiones inflacionistas. Por otra parte, la inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) creció hasta el 2,9 % en mayo, frente al 2,4 % del mes precedente. Con todo, las tasas actuales de la mediana de la inflación subyacente en las economías avanzadas y en las emergentes se mantienen próximas a los niveles medios observados desde el año 2000. Parte del avance de la inflación mundial tiene su origen en factores de carácter temporal. Es probable que el acusado impacto del componente energético disminuya en los próximos meses, ya que el efecto de base derivado del desplome de los precios del petróleo el año pasado desaparece de la comparación interanual. A medida que se reduzcan las fricciones en las cadenas globales de suministro, las presiones inflacionistas sobre productos asociados (y sus sustitutos) probablemente se desvanezcan también.

Los precios del petróleo continuaron subiendo, debido a factores de demanda y de oferta. Los precios del crudo han vuelto a aumentar desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio favorecidos por la rápida recuperación económica mundial, y actualmente fluctúan en torno a su nivel más elevado desde octubre de 2018. La demanda de petróleo se ha incrementado de manera sustancial tras el repunte de la movilidad en las últimas semanas, en particular del transporte aéreo, en un contexto de rápida reapertura de algunas economías. Aunque los países que integran la OPEP+ alcanzaron recientemente un acuerdo para ampliar su producción, la oferta no está aumentando al mismo ritmo. La consecuencia ha sido la aparición de tensiones en los mercados de petróleo que han propiciado subidas de los precios a medida que el consumo se recupera. En cambio, los precios de los metales se han estabilizado desde la última reunión del Consejo de Gobierno, mientras que los de los alimentos han descendido a escala mundial.

La economía estadounidense continúa recuperándose con fuerza. Los datos procedentes de encuestas mostraron que la actividad en las manufacturas y en los servicios se mantuvo en niveles muy elevados en junio. Al mismo tiempo, las restricciones de oferta están obstaculizando la recuperación, con una creciente acumulación de pedidos y mayores plazos de entrega de los proveedores. Aunque el mercado de trabajo continúa mejorando, los desajustes entre la oferta y la demanda de cualificaciones en algunos sectores están generando tensiones a corto plazo en este mercado. En conjunto, sin embargo, la recuperación del mercado laboral sigue siendo incompleta, y hay 7 millones de empleados menos que antes de la crisis del COVID-19. La inflación medida por los precios de consumo se incrementó de forma sustancial en junio, hasta el 5,4 % en tasa interanual, reflejo de la fortaleza de la demanda y de las restricciones de oferta. Con todo, es probable que este avance de la inflación sea transitorio en gran medida, ya que se debe, en parte, al impacto de los efectos de base. Factores idiosincrásicos relacionados con

la reapertura de la economía y las fricciones en las cadenas de suministro también desempeñaron un papel importante, como se reflejó en las significativas subidas de los precios de los billetes de avión, de los servicios de alojamiento en hoteles y de los automóviles de segunda mano.

En el Reino Unido, la economía está repuntando, aunque el aumento de los casos de COVID-19 plantea crecientes riesgos a la baja. El crecimiento intermensual del PIB observado en mayo sigue señalando una recuperación intensa en el segundo trimestre. Del mismo modo, las encuestas empresariales, la confianza de los consumidores y los indicadores de movilidad indican una fuerte expansión de la actividad, sobre todo en los servicios. Al mismo tiempo, la escasez de chips ha alterado la producción de automóviles, lo que ha lastrado la producción de las manufacturas. La nueva variante delta del coronavirus ha provocado un fuerte aumento de los nuevos contagios diarios, pero el impacto sobre el sistema sanitario está siendo limitado gracias al significativo avance de las vacunaciones. En consecuencia, también se espera que su incidencia en el crecimiento del PIB siga siendo escasa. Por otra parte, la inflación medida por los precios de consumo se incrementó de forma acusada en mayo, hasta el 2,1 %. Aunque los factores determinantes de la inflación están relacionados principalmente con factores transitorios que afectan a los precios de la energía y del transporte, los indicadores de opinión también apuntan a un aumento más generalizado de los costes de producción, incluidos los salarios, así como a una transmisión a los precios cobrados.

En Japón, el ritmo de la actividad económica se ralentizó en el segundo trimestre, en parte debido a las restricciones de oferta y a la evolución de la pandemia. El crecimiento del PIB real habría seguido siendo débil en ese trimestre, ya que el nuevo aumento de los casos de COVID-19 provocó un endurecimiento de las medidas de contención. En consecuencia, la actividad de los servicios se mantuvo retraída. Al mismo tiempo, la producción industrial disminuyó en mayo, ya que hasta cierto punto se vio afectada por la escasez de semiconductores, lo que también se señalaba en los datos de las encuestas del PMI de las manufacturas correspondiente a junio. Se espera una recuperación más firme en la segunda mitad del año, en la que una mejora significativa del ritmo de vacunación y un entorno exterior más favorable probablemente sostengan el crecimiento. La inflación general aumentó hasta el -0,1 % en mayo, impulsada por la subida de los precios de la energía, aunque sigue viéndose contenida por factores idiosincrásicos, entre ellos las acusadas reducciones de las tarifas de telefonía móvil.

En China, la recuperación está avanzando, aunque las presiones sobre los precios de producción siguen siendo intensas. Los datos mensuales apuntan a que el vigoroso crecimiento continuó durante el segundo trimestre de 2021, pese a la moderación observada en junio. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los precios de producción se estabilizó en el 8,8 % en junio, por lo que se mantiene próxima al nivel máximo de los doce últimos años, el 9 %, registrado en mayo. A medida que desaparezcan los efectos de base y el impacto de los precios de las materias primas, se espera que los precios de producción se normalicen. La inflación interanual medida por los precios de consumo descendió ligeramente en junio y se situó en el 1,1 %, debido, sobre todo, a la normalización en curso de la

tasa de variación de los precios de los alimentos, que compensó la subida de los precios de los combustibles. En conjunto, la disminución de las presiones inflacionistas intermensuales indica que es posible que la inflación interanual haya alcanzado un máximo en China. En julio, el Banco Central de la República Popular de China redujo en 50 puntos básicos sus exigencias de reservas, pero señaló que la orientación de su política monetaria no se ha modificado. Varios de los principales tipos de interés aplicados a los préstamos permanecieron sin variación ese mismo mes.

2 Evolución financiera

El tramo largo de la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo se redujeron durante el período de referencia, en un contexto de propagación de la variante delta del coronavirus (COVID-19) y de publicación de datos macroeconómicos peores de lo esperado a escala mundial. Con todo, los diferenciales soberanos se mantuvieron estables, en general, mientras que los de los valores de renta fija privada siguieron estrechándose ligeramente. Las cotizaciones de las sociedades no financieras registraron un descenso marginal y las del sector bancario una caída más significativa. Por último, el tipo de cambio efectivo del euro experimentó una leve depreciación.

El eonia y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -48 y -57 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado (del 10 de junio al 21 de julio de 2021). El

exceso de liquidez aumentó en unos 18 mm de euros y se situó en torno a los 4.224 mm de euros, como resultado de las adquisiciones de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia y del programa de compras de activos, así como de los 109,83 mm de euros adjudicados en la operación TLTRO III.8. Este incremento se vio limitado sustancialmente por la disminución —por importe de alrededor de 234 mm de euros— de los otros activos netos durante el período analizado.

En el período de referencia, la curva de tipos *forward* del eonia apenas varió en el tramo corto, mientras que se desplazó a la baja en los plazos más largos.

El tramo corto de la curva se mantiene estable, en general, en el nivel actual del eonia. En consecuencia, actualmente, la curva de tipos *forward* no sugiere que se espere una subida o bajada inminente de los tipos de interés oficiales y descuenta que la primera subida (eonia + 10 puntos básicos) tendrá lugar en el tercer trimestre de 2024. Los tipos *forward* del eonia continúan siendo inferiores a cero para horizontes hasta 2027, lo que indica que los mercados siguen anticipando un período prolongado de tipos de interés negativos¹.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro disminuyeron, lo que revirtió, en parte, la tendencia al alza observada en los últimos meses (gráfico 3). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la

zona del euro ponderado por el PIB y el de la deuda soberana de Alemania se redujeron en unos 15 puntos básicos, hasta situarse en el -0,01 % y el -0,40 %, respectivamente. Pese a los avances continuados en la administración de las vacunas contra el COVID-19 y la publicación de indicadores de opinión, en general, positivos —que respaldaron las expectativas de recuperación económica—, los tipos a largo plazo descendieron. Este descenso se produjo en un contexto de noticias preocupantes sobre la propagación de la variante delta del coronavirus, en un

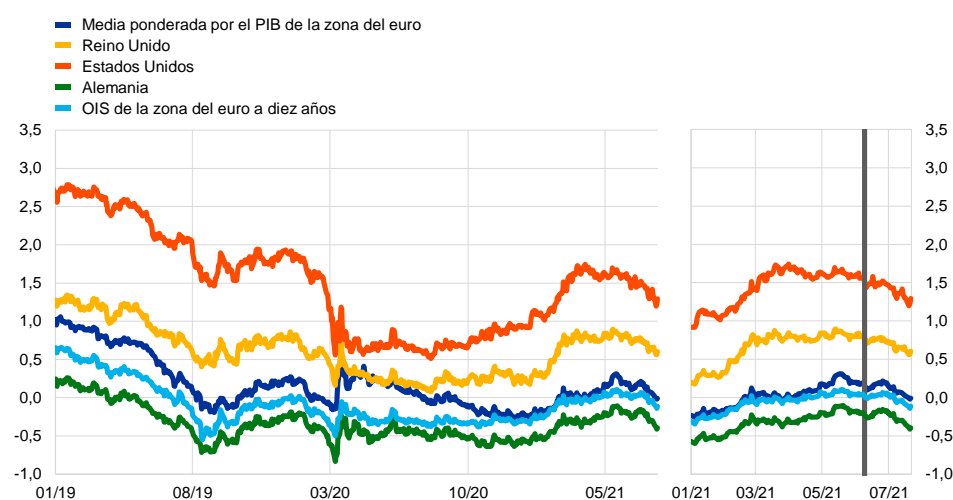
¹ Esta valoración refleja la información procedente de los resultados de las últimas encuestas y estimaciones empíricas de expectativas «genuinas» relativas a los tipos de interés, es decir, tipos *forward* netos de primas por plazo.

entorno de ralentización reciente de la vacunación en Estados Unidos y de publicación a escala global de datos macroeconómicos peores de lo esperado por los mercados. Esta situación puede haber llevado a los inversores a evaluar de nuevo las perspectivas de riesgos en torno a la recuperación mundial. A raíz de esta reevaluación y de que ya no se anticipa una reducción (*tapering*) inminente de las compras de activos por parte de la Reserva Federal, el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años se redujo en 15 puntos básicos durante el período analizado, hasta situarse en el 1,29 %. En el Reino Unido se produjo un descenso similar y el rendimiento de la deuda soberana a diez años se situó en el 0,61 %. Los rendimientos soberanos de la zona del euro no mostraron una reacción significativa al anuncio de los resultados de la revisión de la estrategia del BCE y de la reformulación de las indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales del BCE, ni tampoco a las emisiones recientes del programa *Next Generation EU*, que fueron absorbidas de manera fluida por los mercados de deuda soberana.

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico se basa en datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de junio de 2021). La ventana ampliada muestra la evolución de los rendimientos soberanos desde el 1 de enero de 2021. La última observación corresponde al 21 de julio de 2021.

Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos libres de riesgo no variaron sustancialmente. En particular, el diferencial a diez años de España se incrementó 7 puntos básicos, hasta los 46 puntos básicos, mientras que el diferencial italiano se mantuvo sin variación en 80 puntos básicos. En cambio, los diferenciales a diez años de Alemania y Francia se redujeron en 3 y 7 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en -28 y 6 puntos básicos. En consecuencia, el diferencial soberano a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB disminuyó en 3 puntos básicos, hasta los 10 puntos básicos —un nivel inferior al observado antes de la pandemia, en febrero de 2020—.

Los precios de las acciones de las sociedades no financieras experimentaron un descenso marginal, mientras que los de las acciones del sector bancario

revirtieron las ganancias anteriores. Las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro descendieron alrededor de medio punto porcentual y, en general, se mantienen por encima de los niveles previos a la pandemia. En Estados Unidos —donde los precios de las acciones han registrado máximos históricos en repetidas ocasiones desde mediados de 2020—, los índices bursátiles de las sociedades no financieras se revalorizaron un 3,3 %. En cambio, tras subir al comienzo del período analizado, las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro y de Estados Unidos cayeron un 7,1 % y un 5,1 %, respectivamente, en un contexto de aplanamiento de la curva de rendimientos. Las caídas más intensas de los precios en este segmento del mercado de renta variable pueden reflejar la exposición relativamente mayor de estos valores a los cambios en la percepción de riesgos, dado que la volatilidad implícita del mercado bursátil aumentó ligeramente durante el período de referencia, así como la sensibilidad a la publicación de datos económicos peores que las expectativas del consenso del mercado.

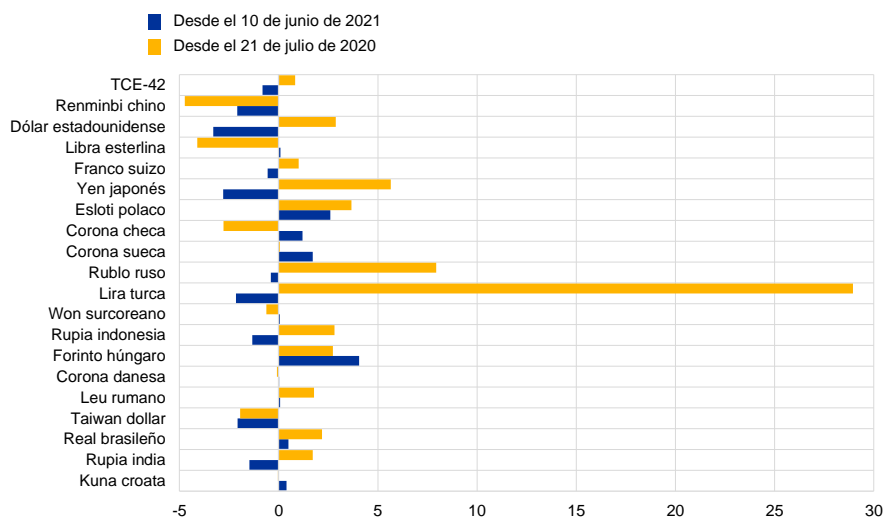
Tanto los diferenciales de los valores de renta fija del sector financiero como los de las sociedades no financieras siguieron retrocediendo y se mantienen por debajo de los niveles previos a la pandemia. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión del sector financiero y de las sociedades no financieras (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se redujeron en unos 5 puntos básicos, hasta situarse en 42 y 53 puntos básicos, respectivamente.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció (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 0,8 %. El euro perdió valor frente al dólar estadounidense (3,3 %), principalmente como consecuencia de la ampliación del diferencial de expectativas de tipos de interés a corto plazo entre la zona del euro y Estados Unidos, debido al cambio percibido en cuanto al momento de la normalización de la política monetaria estadounidense. El euro también se debilitó frente a otras monedas importantes, como el renminbi chino (2,1 %), el yen japonés (2,8 %) y el franco suizo (0,6 %), así como frente a las monedas de algunas de las principales economías emergentes. En el mismo período, el euro siguió apreciándose frente a las monedas de varios de los Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro, como el forinto húngaro (4,1 %), el esloti polaco (2,6 %) y la corona checa (1,2 %).

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 21 de julio de 2021.

3 Actividad económica

El PIB real habría repuntado en el segundo trimestre de 2021, después de registrar una contracción del 0,3 % en el primero². La disminución de las tasas de contagio y la reapertura gradual de los sectores que conllevan más interacción social han impulsado la confianza de las empresas y los hogares. Con todo, actualmente, los cuellos de botella en la oferta están frenando el ritmo de expansión de las manufacturas. Aunque las perspectivas son más alentadoras, la incertidumbre continúa siendo elevada, en particular en relación con la rápida propagación de las mutaciones del coronavirus en algunos países de la UE, lo que podría dar lugar a un endurecimiento de las medidas de contención.

Las perspectivas relativas a la actividad económica a medio plazo siguen estando estrechamente vinculadas al avance continuado de las campañas de vacunación, a la mejora de la demanda mundial y a la aplicación de medidas expansivas a escala nacional. Las condiciones de financiación favorables, el estímulo fiscal y el aumento de la confianza deberían proporcionar un respaldo adicional a la recuperación. Es esencial que las políticas continúen prestando un apoyo significativo. Una política fiscal ambiciosa, bien enfocada y coordinada debería seguir complementando la política monetaria para sostener la confianza y apoyar el gasto. El programa Next Generation EU también desempeña un papel fundamental, ya que debería contribuir a una recuperación más sólida y uniforme en todos los países de la zona del euro.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento están, en general, equilibrados. Entre los riesgos a la baja destacan la preocupación sobre la pandemia y la posibilidad de una escasez de oferta más persistente. Al mismo tiempo, los riesgos al alza para el crecimiento proceden, sobre todo, de una recuperación del consumo privado más vigorosa de lo previsto a medida que los hogares dispongan del ahorro acumulado durante la pandemia con mayor celeridad.

Tras una contracción moderada del producto en el primer trimestre de 2021, se estima que el PIB real repuntó en el segundo trimestre. En el primer trimestre, la actividad económica total siguió contrayéndose, un 0,3 % en tasa intertrimestral, con lo que lo situó un 5,1 % por debajo del máximo previo a la pandemia observado a finales de 2019 (gráfico 5). La desagregación del gasto muestra una contribución negativa de la demanda interna al crecimiento en el primer trimestre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue positiva. Al mismo tiempo, la variación de existencias contribuyó sustancialmente al crecimiento en ese trimestre. Esta evolución reflejó, sobre todo, un mayor acopio de existencias, debido en parte a la prevalencia de niveles bajos de existencias, así como a las expectativas de aumento de la demanda. Las fuertes fluctuaciones de la actividad durante la pandemia han

² Según la estimación de avance publicada por Eurostat el 30 de julio, el PIB real de la zona del euro aumentó un 2 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2021. Esta estimación, que no estaba disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de julio, confirma, en términos generales, el repunte esperado de la actividad económica, que es superior al de las [proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema](#) para el segundo trimestre, publicadas en junio de 2021.

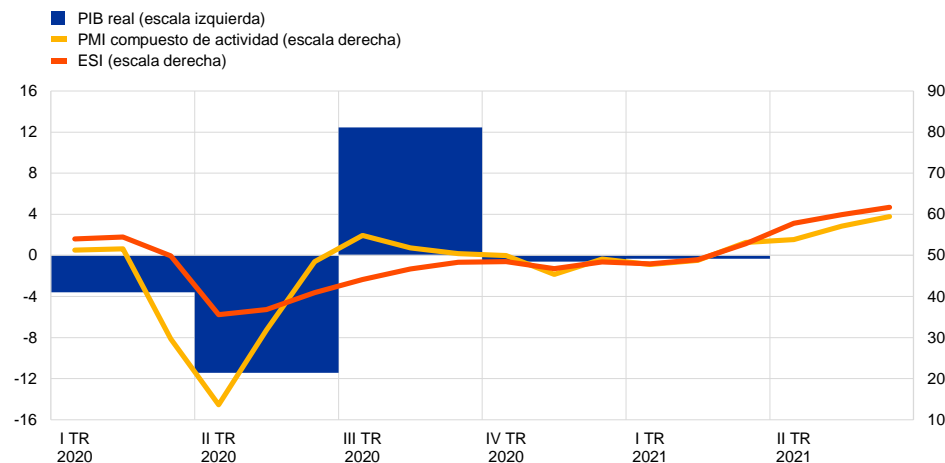
sido de diferente magnitud en los distintos países, sectores y grupos de renta (véase [recuadro 3](#)).

En el segundo trimestre de este año, la información cuantitativa, los resultados de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia apuntan, en general, a un repunte del crecimiento del PIB. Ello refleja la relajación de las medidas de contención y la disminución de las tasas de contagio gracias al fuerte avance de las campañas de vacunación en curso. Según las estimaciones, la reanudación del crecimiento en el segundo trimestre estuvo impulsada, principalmente, por los servicios, mientras que el sector manufacturero se ha visto afectado por cuellos de botella en la oferta. La producción industrial disminuyó un 1 % en mayo, en tasa intermensual, tras registrar un aumento moderado en abril. El estancamiento de la producción en los dos primeros meses del segundo trimestre se debió a la escasa producción de bienes de equipo derivada de los cuellos de botella mencionados. Aunque los datos de producción sugieren que la contribución del sector industrial al avance del producto fue relativamente discreta en el segundo trimestre, aún se espera que la actividad general se recupere de forma significativa, dado que es probable que la contribución de los servicios al crecimiento haya sido positiva, en consonancia con la relajación de las medidas de contención. Así, por ejemplo, el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad aumentó hasta situarse en 56,8 en el segundo trimestre de 2021 —desde un valor de 49,9 en el primero—, lo que reflejó incrementos tanto en las manufacturas (62,7) como en los servicios (54,7). El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea también creció con fuerza entre el primer y el segundo trimestre, y terminó situándose muy por encima del nivel previo a la pandemia observado en febrero del año pasado. Este ascenso fue generalizado en los distintos componentes, y los servicios registraron el mayor incremento. Las empresas que operan en el sector no financiero corroboran esta narrativa sobre las perspectivas a corto plazo (véase [recuadro 5](#)).

Gráfico 5

PIB real de la zona del euro, PMI compuesto de actividad y ESI

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



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

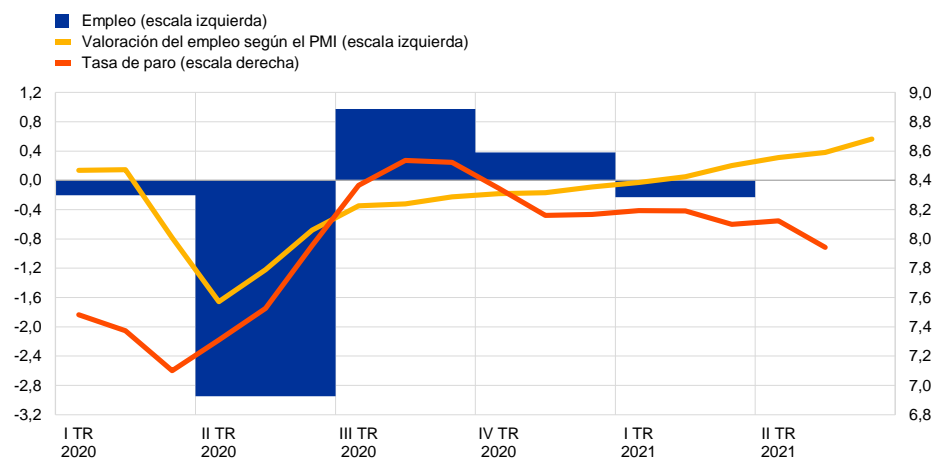
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El ESI se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el PMI. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021 para el PIB real, y a junio de 2021 para el PMI y el ESI.

La tasa de paro de la zona del euro descendió en mayo, y siguió estando respaldada por los programas de mantenimiento del empleo. La tasa de paro se situó en el 7,9 % en mayo, 0,2 puntos porcentuales por debajo de la de abril (gráfico 6), pero todavía fue unos 0,6 puntos porcentuales superior a la observada antes de la pandemia, en febrero de 2020. El número de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo está disminuyendo, pero se mantiene en niveles elevados, en torno al 5 % de la población activa en mayo. El empleo retrocedió un 0,2 % en el primer trimestre de 2021, tras experimentar un avance del 0,4 % en el cuarto trimestre de 2020. En el primer trimestre de 2021, el nivel de empleo era un 2,1 % inferior al del cuarto trimestre de 2019. El total de horas trabajadas volvió a descender —un 0,6 % en el primer trimestre de 2021— después de caer un 1,6 % en el cuarto trimestre de 2020. Estas intensas caídas reflejan el impacto de las restricciones relacionadas con la pandemia impuestas en esos períodos. El total de horas trabajadas se mantuvo un 6,8 % por debajo del registrado en el cuarto trimestre de 2019.

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 en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021 para el empleo, a junio de 2021 para el PMI y a mayo de 2021 para la tasa de paro.

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo han continuado mejorando. El PMI mensual compuesto de empleo, que engloba a la industria y a los servicios, aumentó hasta situarse en 55,6 en junio —desde un valor de 53,8 en mayo—, con lo que se ha mantenido por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. Este indicador se ha recuperado de forma sustancial desde su mínimo histórico de abril de 2020 y actualmente se sitúa en el nivel más alto registrado desde enero de 2018.

El optimismo de los consumidores ha aumentado de forma paulatina conforme las medidas de contención se han relajado y las campañas de vacunación han avanzado. Tras un sombrío primer trimestre de 2021, en el que el consumo privado se redujo un 2,2 % en tasa intertrimestral, parece que el gasto en consumo se intensificó en el segundo trimestre. Así, por ejemplo, el volumen de ventas minoristas de la zona del euro registró una tasa de crecimiento intermensual del 4,6 % en mayo y se situó por encima del nivel previo a la pandemia observado en febrero del año pasado. Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles se incrementaron un 0,3 % en el segundo trimestre, pero aún se mantuvieron un 20 % por debajo de la cota anterior a la pandemia. La confianza de los consumidores aumentó con fuerza en el segundo trimestre y superó ligeramente su nivel de antes de la pandemia. Este aumento es atribuible, en gran parte, a la mejora de las expectativas de los hogares sobre la situación económica general. Más allá del corto plazo, a medida que la economía se recupere, las rentas del trabajo deberían contribuir cada vez más a los ingresos totales de los hogares, lo que reducirá la dependencia de la economía del apoyo fiscal. Aunque la propensión al ahorro de los hogares alcanzó un máximo durante la pandemia de coronavirus (COVID-19), ha sido mayormente involuntario y se ha mantenido en activos líquidos. En general, los determinantes subyacentes del acusado incremento reciente del ahorro de los hogares no sugieren que el repunte esperado del consumo privado vaya a recibir un

impulso adicional significativo el próximo año (en el [recuadro 4](#) se presenta un análisis exhaustivo del ahorro de los hogares desde la irrupción de la pandemia).

Las perspectivas de inversión empresarial son favorables, gracias a las expectativas de una recuperación continuada de los ingresos y a la tendencia hacia la digitalización. La inversión, excluida la construcción, se contrajo un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2021, debido fundamentalmente al material de transporte y a los cuellos de botella en las cadenas de suministro. Entre las economías de mayor tamaño, la inversión se redujo en Alemania y los Países Bajos, pero mostró un crecimiento robusto en Francia, Italia y España. La producción industrial y los nuevos pedidos de bienes de equipo disminuyeron en mayo como consecuencia de la escasez de insumos y de los mayores plazos de entrega de los proveedores. Al mismo tiempo, tanto el PMI como los indicadores de opinión de la Comisión Europea relativos al sector de bienes de equipo siguieron mejorando en el segundo trimestre. Además, parece que los ingresos de las empresas se están recuperando, dado que los préstamos a las sociedades no financieras continuaron descendiendo en mayo, mientras que los depósitos bancarios y las amortizaciones de deuda de las empresas aumentaron. La información sobre empresas cotizadas sugiere que la pandemia sigue teniendo un impacto desigual en las ventas y en los gastos de capital de los distintos sectores. La dispersión entre sectores de las expectativas de beneficios empresariales también ha crecido (véase [recuadro 2](#)). Aunque la ratio de apalancamiento (pasivos distintos del capital sobre activos totales a precio de mercado) apenas varió en el primer trimestre de 2021, la deuda en relación con el PIB registró un incremento adicional y la acumulación de colchones de liquidez continuó. Gracias al apoyo de las políticas y a las moratorias concursales, las insolvencias se han mantenido relativamente contenidas hasta ahora, en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Con todo, como muestran los resultados de la encuesta [2021 Economic Policy Survey](#) de Business at OECD (BIAC), las empresas prevén un aumento de las insolvencias en los dos próximos años, sobre todo en las ramas de servicios que requieren un alto grado de interacción social. Por tanto, conforme avance la recuperación, cuando se retiren las medidas de apoyo se deberá actuar con cautela para evitar efectos «acantilado» (en el [artículo 3](#) se presenta una descripción general del apoyo prestado por los Gobiernos al sector de sociedades no financieras durante la crisis del COVID-19).

Se espera que la recuperación de la inversión en vivienda continúe a corto plazo, pese a la elevada incertidumbre asociada a los cuellos de botella en la oferta y a la evolución de la pandemia. En el primer trimestre de 2021, la inversión residencial de la zona del euro volvió a situarse casi en su nivel previo a la pandemia (un 0,3 % por debajo del observado en el cuarto trimestre de 2019). Con todo, siguieron apreciándose diferencias importantes entre las economías de mayor tamaño de la zona del euro, y en Alemania, Italia y Países Bajos —a diferencia de Francia y España— se alcanzaron niveles muy superiores a los registrados antes de la pandemia. Los indicadores coyunturales y de opinión recientes apuntan a la continuación del dinamismo de la inversión residencial de la zona del euro en el segundo trimestre, con un mayor impulso en los países que actualmente se encuentran en una posición más fuerte en términos relativos. En abril y mayo, el

índice de producción de la construcción de la zona del euro se situó, en promedio, un 2 % por encima de la media del primer trimestre de 2021, lo que reflejó mejoras en Alemania, Italia y Países Bajos, así como retrocesos en Francia y España que fundamentalmente se debieron a la severidad de las restricciones relacionadas con la pandemia en el caso de Francia y a restricciones de demanda en ambos países. Al mismo tiempo, el PMI de actividad del sector de la construcción se adentró en territorio expansivo, en promedio, en el segundo trimestre de 2021, mientras que el indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea siguió mejorando en ese mismo período. No obstante, los cuellos de botella en la oferta —debidos a la escasez de materias primas en un contexto de pujanza de la demanda de nuevos proyectos de construcción en la zona del euro y en otras economías— ejercieron presiones al alza sobre los precios de la construcción. La persistencia de las restricciones de oferta, junto con la reintensificación de la pandemia resultante de la aparición de nuevas variantes del coronavirus, pueden lastrar la recuperación de la actividad en el sector de la vivienda en algunos países de la zona del euro.

La recuperación del comercio de la zona del euro volvió a cobrar impulso al final del primer trimestre. Después de registrar unas tasas sostenidas de crecimiento en la segunda mitad de 2020, la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro se desaceleró en el primer trimestre de 2021 (+0,6 %, en tasa intertrimestral). Las restricciones relacionadas con el transporte y los insumos siguieron constituyendo un lastre. En marzo, las contribuciones positivas al crecimiento de las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro correspondieron principalmente a Asia. Desde una perspectiva sectorial, la desaceleración es evidente en todas las categorías, excepto en la de bienes de equipo. Los largos plazos de entrega de bienes manufacturados finales, como automóviles, y el incremento de las tarifas de flete, junto con la escasez de insumos intermedios (por ejemplo, productos químicos, madera, plástico, metales y semiconductores), agudizaron las presiones sobre el crecimiento de las exportaciones de bienes de la zona del euro. Tras la reanudación del crecimiento al final del primer trimestre, los indicadores prospectivos basados en pedidos relativos a las exportaciones de bienes señalan un ligero debilitamiento del dinamismo en el segundo trimestre. En cambio, el indicador adelantado sobre pedidos exteriores del sector de servicios alcanzó su nivel más alto desde el inicio de la pandemia. Las reservas anticipadas de servicios turísticos y los vuelos internacionales apuntan a una recuperación en el segundo trimestre hasta niveles superiores a los registrados en el mismo período de 2020. Las importaciones se estancaron en el primer trimestre de 2021 (+0,1 %, en tasa intertrimestral) y se espera que se vean respaldadas por la recuperación de la demanda interna en los próximos trimestres.

Más allá del corto plazo, se prevé que la economía de la zona del euro registre una recuperación sostenida que continúe viéndose respaldada por las políticas fiscales y monetaria. La rápida propagación de las mutaciones del coronavirus es una fuente de riesgo importante para la reapertura de la economía. Con todo, el avance continuado de las campañas de vacunación y la considerable experiencia adquirida por los hogares y las empresas sobre cómo responder ante confinamientos focalizados reduce la probabilidad de que se produzca una

evolución muy adversa. La recuperación se verá respaldada por sustanciales medidas de política fiscal —como los fondos del programa *Next Generation EU*— y por la mejora de la demanda externa. Además, se espera que las medidas de política monetaria, fiscal y macroprudencial logren evitar graves efectos de amplificación financiera y limiten las secuelas económicas de la crisis. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#) (realizada a principios de julio), muestran una revisión al alza significativa de las previsiones relativas al crecimiento del PIB para 2021, 2022 y, aunque en menor medida, para 2023, en comparación con la encuesta anterior llevada a cabo a principios de abril.

4 Precios y costes

Según los datos publicados por Eurostat el 16 de julio de 2021, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro experimentó un leve descenso y se situó en el 1,9 % en junio, frente al 2 % observado en mayo. Con todo, es probable que la inflación vuelva a aumentar en los próximos meses, principalmente como consecuencia de los efectos base derivados de la reducción temporal del IVA en Alemania. Se espera que las presiones inflacionistas subyacentes crezcan ligeramente este año, como consecuencia de las restricciones de oferta temporales y de la recuperación de la demanda interna. No obstante, en conjunto, se prevé que las presiones sobre los precios se mantengan contenidas, en parte como reflejo de las bajas presiones salariales, en el contexto de un exceso de capacidad productiva sin utilizar considerable y de los efectos de la anterior apreciación del euro. A principios de 2022, se espera que la inflación disminuya de nuevo a medida que se reduzca el impacto de los factores temporales. Cuando el efecto de la pandemia se disipe, la absorción de los elevados niveles de holgura, apoyada por la orientación acomodaticia de las políticas fiscales y monetaria, debería contribuir a un aumento gradual de la inflación subyacente a medio plazo. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo se mantuvieron prácticamente sin variación, mientras que los indicadores de opinión más recientes registraron un incremento.

La inflación interanual medida por el IAPC experimentó un ligero descenso en junio, después de aumentar de forma sucesiva desde que comenzó el año.

Este indicador se redujo hasta situarse en el 1,9 % en junio, desde el 2 % registrado en mayo (gráfico 7). El componente energético del IAPC siguió siendo elevado, situándose en el 12,6 %, y representó en torno a 1,2 puntos porcentuales de la inflación general de junio³. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), descendió levemente, desde el 1 % de mayo hasta el 0,9 % de junio. La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos siguió incrementándose en mayo y en junio, mientras que la de los precios de los servicios cayó en junio. La proporción de componentes con precios imputados disminuyó de forma notable en junio, lo que redujo la incertidumbre en relación con las señales de presiones inflacionistas subyacentes⁴.

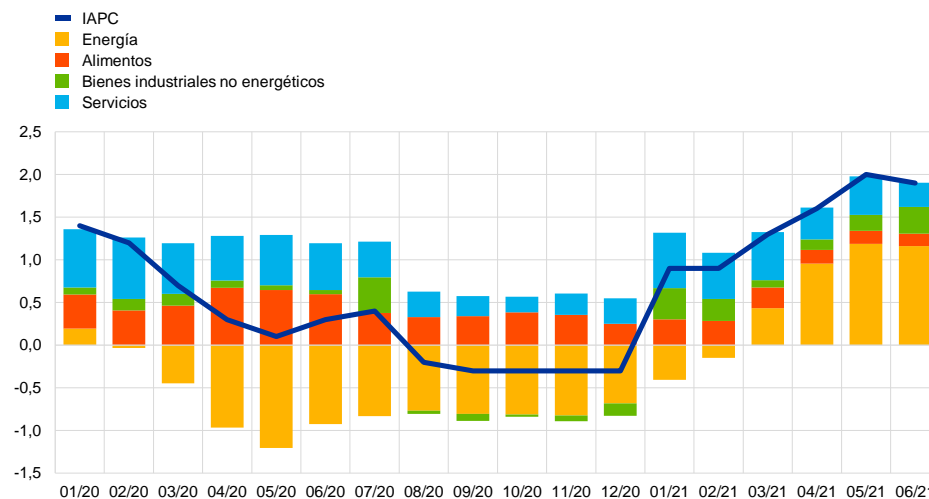
³ Para más información, véase el recuadro titulado «[La evolución reciente de la inflación de la energía: el papel de los efectos base y de los impuestos](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021.

⁴ El porcentaje de precios imputados de los componentes del IAPC fue del 4 % en junio, frente al 13 % de enero, y, en el caso del IAPCX, las imputaciones de precios se redujeron hasta el 5 % en junio, desde el 18 % de enero.

Gráfico 7

Inflación general y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2021.

La inflación general continuó estando influida por factores transitorios

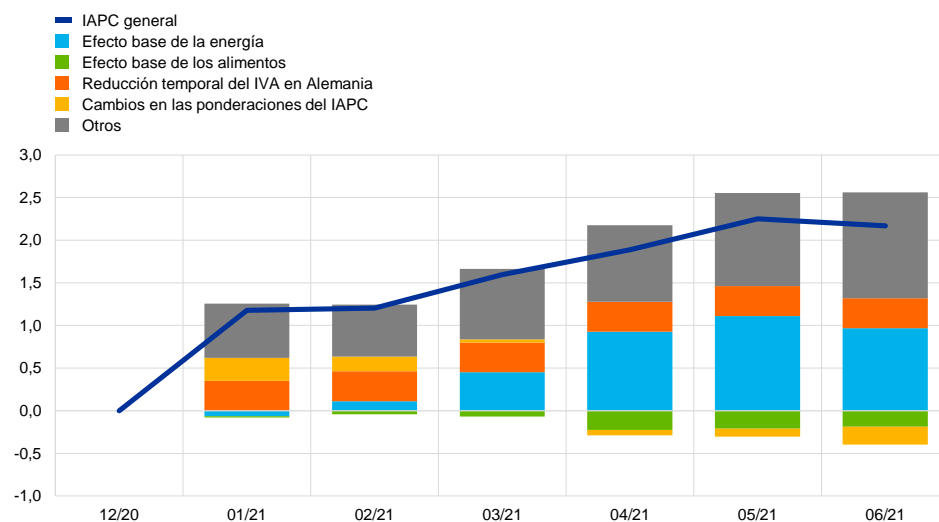
además de los relacionados con efectos base en la tasa de variación de los precios de la energía.

El cambio de las ponderaciones del IAPC de 2021 tuvo un impacto al alza sobre la inflación en enero que se disipó en febrero y en marzo, y en abril pasó a ser negativo. En junio, el efecto ponderación representó alrededor de -0,2 puntos porcentuales de la inflación general (gráfico 8). Si se realizasen cálculos contrafactuales con las ponderaciones de 2020, tanto la inflación general como la medida por el IAPCX habrían permanecido inalteradas entre mayo y junio. Se espera que los efectos ponderación generen cierta volatilidad en los próximos meses. Los efectos de calendario también han afectado a las tasas de inflación en los últimos meses. Por ejemplo, la tasa de variación de los precios de los servicios se incrementó hasta el 1,1 % en mayo y posteriormente cayó al 0,7 %, debido, en parte, a las fechas de la Semana Santa y a otros días festivos en ese período. Al mismo tiempo, los cambios en las fechas y en la magnitud de los períodos de rebajas de los establecimientos comerciales tuvieron un fuerte impacto alcista en la inflación de los bienes industriales no energéticos en junio (1,2 %, frente al 0,7 % de mayo), que se situó firmemente por encima de su media de largo plazo (0,6 %). Alrededor de dos terceras partes del incremento registrado entre mayo y junio en la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos fue consecuencia de las subidas de los precios del calzado y de los artículos de vestir.

Gráfico 8

Contribuciones de los efectos base y otros factores temporales a las variaciones de la inflación interanual medida por el IAPC desde diciembre de 2020

(contribuciones y variaciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Deutsche Bundesbank y cálculos del BCE.

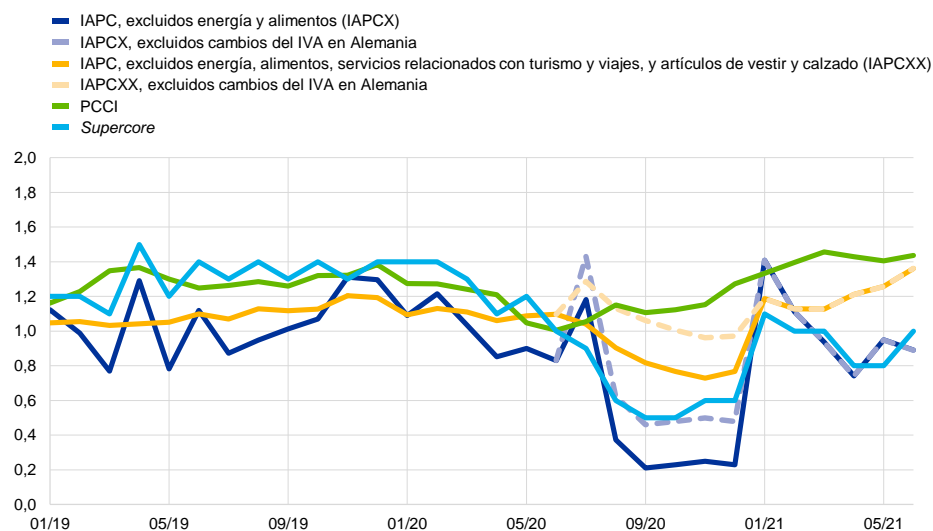
Notas: La contribución de la reducción temporal del IVA en Alemania se basa en las estimaciones presentadas en el [informe mensual de noviembre de 2020](#) del Deutsche Bundesbank. Todos los efectos se muestran acumulados a partir de diciembre de 2020, tomando como referencia el mismo mes. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2021.

La mayor parte de los indicadores de la inflación subyacente señalaron un ligero aumento en junio. La inflación medida por el IAPCXX, que también excluye los artículos de vestir, el calzado y los servicios relacionados con turismo y viajes, continuó con la tendencia al alza observada desde febrero y se situó en el 1,4 % en junio. Si se analizan otras medidas de la inflación subyacente, el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») registró un incremento y pasó del 0,8 % en mayo al 1 % en junio, mientras que el PCCI (componente persistente y común de la inflación) se mantuvo prácticamente estable en el 1,4 %.

Gráfico 9

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2021.

Las presiones inflacionistas latentes sobre los bienes industriales no energéticos han vuelto a aumentar en los últimos meses, aunque en mayor medida en las primeras fases del proceso de formación de precios.

La tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios se situó en el 9,2 % en mayo, 2,3 puntos porcentuales y 4,8 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en abril y en marzo, respectivamente. Asimismo, la inflación de los precios de importación de estos bienes siguió incrementándose de manera sustancial hasta situarse en el 9,8 % en mayo, frente al 7,7 % de abril y el 4,7 % de marzo. Estas presiones sobre los costes de los insumos tienen su origen en el aumento de la tasa de variación de los precios de las materias primas, en los considerables incrementos de los costes de transporte y en la oferta insuficiente de algunas materias primas y productos intermedios. Las presiones son menos visibles en fases posteriores del proceso de formación de precios, pero la inflación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio volvió a aumentar hasta el 1,3 % en mayo, frente al 1,1 % de abril, por lo que alcanzó niveles considerablemente superiores a su media de largo plazo (0,6 %). El impacto de los precios de producción internos en la inflación de los bienes de consumo está siendo contenido, en parte, por las tasas de crecimiento interanual negativas de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio (-0,8 % en mayo, frente al -0,7 % de abril), que se han mantenido en niveles reducidos como consecuencia del efecto de la anterior apreciación del euro. Si bien es posible que las subidas de los costes de los insumos desde el otoño de 2020 ya hayan contribuido, hasta cierto punto, al aumento de la inflación de los bienes industriales no energéticos, en los próximos meses siguen esperándose presiones al alza adicionales sobre la tasa de variación de los precios de estos bienes derivadas de la

evolución reciente de los costes de los insumos⁵. Sin embargo, el momento y el grado de transmisión a la inflación de los bienes industriales no energéticos dependerán de lo persistentes que sean las perturbaciones globales en los costes de los insumos en los próximos trimestres.

Las presiones salariales se mantuvieron reducidas en la zona del euro. Aunque la mayoría de los indicadores salariales siguen viéndose afectados por el impacto de los programas de regulación temporal de empleo introducidos desde que comenzó la pandemia, la información reciente procedente de estos indicadores sugiere, en general, un crecimiento salarial moderado en la zona del euro. Después de registrar una subida del 1 % en el cuarto trimestre de 2020, el crecimiento de la remuneración por asalariado aumentó hasta situarse en el 1,9 % en el primer trimestre de 2021, nivel próximo a su media de largo plazo desde 1999 (2 %). El avance fue generalizado en los distintos sectores, incluidas las manufacturas y los servicios, aunque este resultado debe interpretarse con cierta cautela dado el impacto de los programas de mantenimiento del empleo sobre la remuneración por asalariado. De hecho, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por hora cayó hasta situarse en el 3,2 % en el primer trimestre de 2021, frente al 5,2 % del trimestre anterior, reflejo del aumento de las horas trabajadas a medida que disminuyó el recurso a los programas de regulación temporal de empleo. El ritmo de avance de los salarios negociados, que se ven menos afectados por dichos programas, descendió y pasó del 2 % del cuarto trimestre de 2020 al 1,4 % en el primer trimestre de 2021, lo que sugiere que la tendencia subyacente del crecimiento salarial se mantiene contenida. Esta evolución también es acorde con los resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras, que señalaron perspectivas salariales moderadas⁶.

La tasa de variación de los precios de producción, medida por el deflactor del PIB, aumentó en el primer trimestre de 2021. La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se incrementó hasta el 1,5 % en el primer trimestre de 2021, frente al 1,3 % del trimestre anterior. Esto se debió principalmente a la contribución positiva de los márgenes empresariales, tras una aportación negativa el año pasado. En cambio, los costes laborales unitarios aumentaron menos porque el avance positivo de la productividad del trabajo fue mayor que el crecimiento de la remuneración por asalariado. Dado que, en algunos casos, las medidas de apoyo público se registran como subvenciones, el componente de impuestos menos subvenciones (que se refleja en los impuestos indirectos netos en el gráfico 10) tuvo un efecto moderador sobre la tasa de crecimiento del deflactor del PIB.

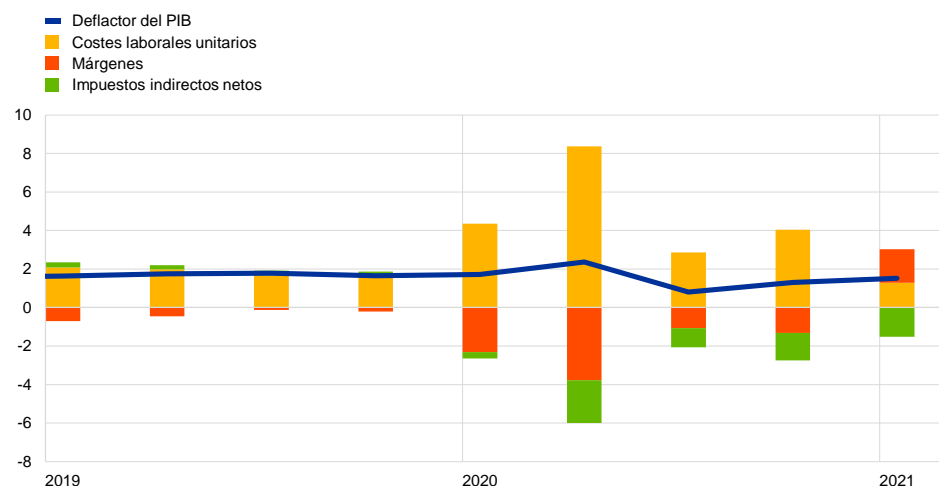
⁵ Para una descripción más detallada de la evolución reciente y futura de las presiones latentes y su impacto sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro» en este Boletín Económico.

⁶ Para un análisis completo de los contactos recientes con sociedades no financieras, véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras» en este Boletín Económico.

Gráfico 10

Contribución de los componentes del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

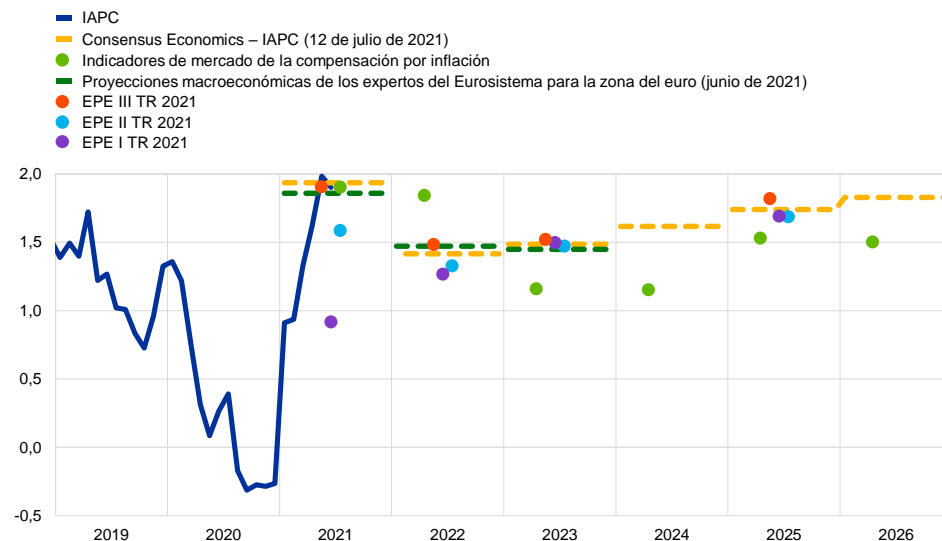
Notas: Los márgenes se calculan como la diferencia entre el deflactor del PIB y la suma de los impuestos unitarios y los costes laborales unitarios. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021.

Los indicadores de mercado de la compensación por inflación se mantienen prácticamente sin variación, mientras que los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a corto y a largo plazo se han revisado al alza. La tendencia ascendente de los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto y a largo plazo observada en el período comprendido entre finales de 2020 y mayo de este año se ha estancado recientemente. Lo anterior refleja la evolución de Estados Unidos, donde los indicadores de mercado de la compensación por inflación mostraron una tendencia al alza durante varios meses y más recientemente experimentaron ligeros altibajos. El tipo *forward* de *swaps* de inflación más importante —el *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años— se sitúa actualmente en el 1,59 %, 2 puntos básicos por encima del registrado al principio del período analizado. En cuanto a los indicadores de opinión, Consensus Economics señaló una revisión al alza de las expectativas de inflación, que se situaría en el 1,9 % en 2021, el 1,4 % en 2022 y el 1,5 % en 2023. Las estimaciones relativas a las expectativas de inflación a más largo plazo la sitúan en el 1,8 % en 2026. Estos resultados coinciden, en términos generales, con la última [encuesta a expertos en previsión económica \(EPE\) del BCE](#), que también supuso una revisión al alza de las expectativas de inflación en los distintos horizontes temporales.

Gráfico 11

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, BCE (EPE) y cálculos del BCE.

Notas: La serie de los indicadores de mercado de la compensación por inflación 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 los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 21 de julio de 2021.

El crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales ha mostrado una tendencia al alza desde 2015 y siguió acelerándose en el primer trimestre de 2021. Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda en la zona del euro aumentaron a una tasa interanual del 6,2 % —la más elevada desde mediados de 2007— en el primer trimestre de 2021, frente a la subida del 6 % registrada en el último trimestre de 2020. La dinámica de los precios de la vivienda continuó manteniendo su capacidad de resistencia en los distintos países⁷.

⁷ Para información más detallada sobre la evolución de los precios de la vivienda, véase el recuadro titulado «Evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021.

5 Dinero y crédito

La creación de dinero en la zona del euro siguió normalizándose en mayo de 2021, reflejo de la moderación de los flujos monetarios y de crédito en un contexto de mejora de la situación de la pandemia de coronavirus (COVID-19). Mientras que el ritmo de acumulación de depósitos por parte de los hogares y las empresas se ralentizó, las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero. El crecimiento de los préstamos al sector privado retornó a los niveles previos a la pandemia, debido a la contención del crédito empresarial. Además, según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares prácticamente no variaron en el segundo trimestre de 2021, al tiempo que la demanda de préstamos de ambos sectores se incrementó.

El crecimiento del agregado monetario amplio siguió moderándose en mayo de 2021. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió con respecto al máximo local del 12,5 % de enero de 2021 y se situó en el 8,4 %, desde el 9,2 % registrado en abril (gráfico 12). Esta evolución refleja un pronunciado efecto de base negativo asociado a las necesidades de liquidez excepcionalmente elevadas de las empresas y los hogares cuando comenzó la pandemia, a principios de 2020. La dinámica a más corto plazo de este agregado implica un ritmo vigoroso de creación de dinero gracias al apoyo proporcionado por las políticas monetaria, fiscal y prudencial. El avance de M3 estuvo impulsado sobre todo por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. Su tasa de crecimiento interanual se redujo en relación con el máximo del 16,5 % de enero de 2021 y fue del 11,6 % en mayo, frente al 12,3 % de abril, debido a que el ritmo de acumulación de depósitos por parte de las empresas y los hogares continuó normalizándose. La contribución de otros depósitos a corto plazo a la expansión de M3 pasó a ser negativa en mayo, en línea con la incipiente recuperación de la confianza de los consumidores y con el aumento del gasto en consumo. Los instrumentos negociables contribuyeron poco, pero de forma positiva, al crecimiento interanual de M3, en un contexto de tipos de interés bajos y de búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

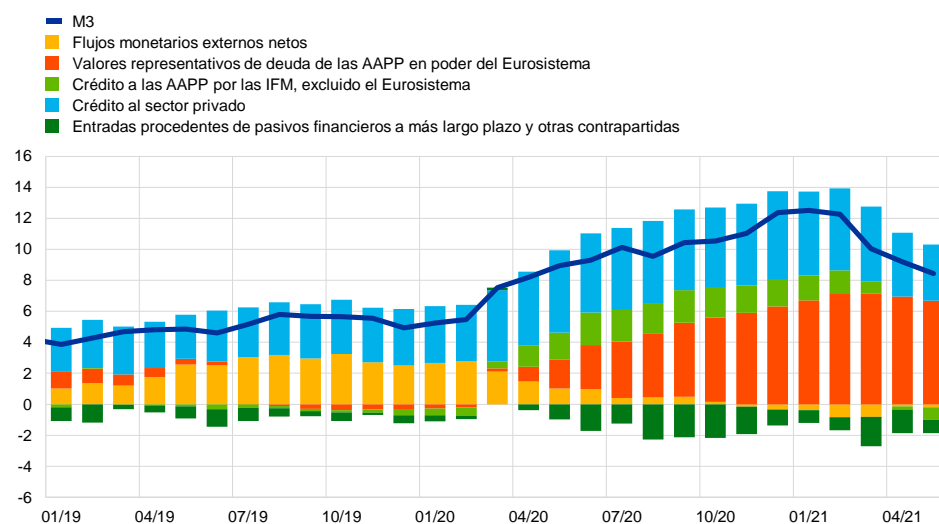
La creación de dinero continuó estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema. Al igual que en meses anteriores, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedió de las compras netas de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) (parte de color rojo de las barras del gráfico 12). El crédito al sector privado (parte de color azul de las barras del gráfico 12) también contribuyó al avance de M3. Como antes de la pandemia, la aportación del crédito bancario concedido a las Administraciones Públicas a la creación de dinero fue marginalmente negativa, debido a las ventas netas de deuda pública y a la reducida actividad emisora de este tipo de valores (parte de color verde claro de las barras del gráfico 12). Los flujos monetarios externos netos tuvieron un efecto

prácticamente neutral en la creación de dinero, reflejo de que, en general, los inversores no residentes vendieron valores públicos y de que los residentes en la zona del euro aumentaron sus inversiones en activos exteriores (parte de color amarillo de las barras del gráfico 12). Por otra parte, los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas continuaron frenando el crecimiento del agregado monetario amplio (parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 12), sobre todo como consecuencia de la evolución de otras contrapartidas. 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 bancaria en detrimento de los pasivos a más largo plazo, por lo que su contribución al avance de M3 fue reducida.

Gráfico 12

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) a este sector y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda 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. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2021.

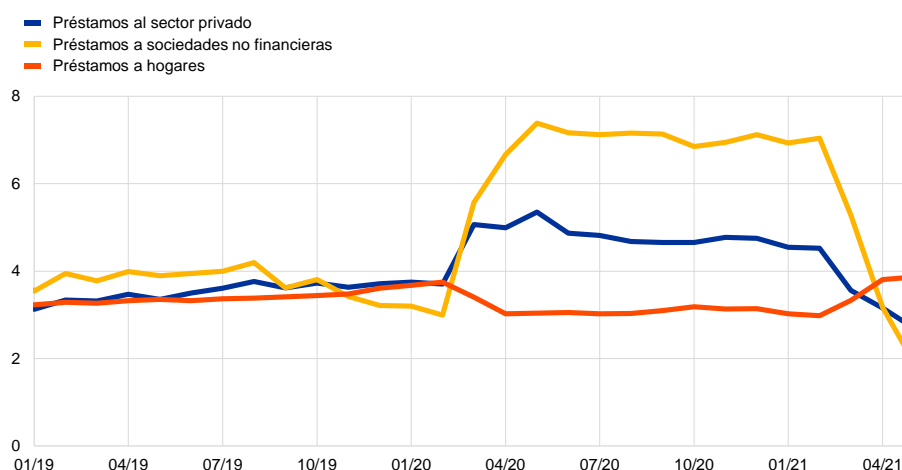
El crecimiento de los préstamos al sector privado siguió moderándose en mayo de 2021. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a este sector se redujo hasta situarse en el 2,7 % en mayo, desde el 3,2 % de abril, debido a la evolución del crédito empresarial (gráfico 13), cuya tasa de avance interanual descendió hasta el 1,9 % en mayo, frente al 3,2 % de abril, tras haber fluctuado en torno al 7 % en fases anteriores de la pandemia. El debilitamiento del crecimiento de los préstamos coincidió con la mejora de los indicadores de confianza y de la actividad económica, lo que sugiere que los beneficios podrían estar recuperándose, con lo que los abundantes colchones de liquidez de las empresas se incrementarían. El menor avance de los préstamos a este sector también obedeció a un efecto de base, ya que los considerables flujos de crédito que recibieron las empresas en la primera fase de la pandemia desaparecieron de las cifras interanuales. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares se

BCE – Boletín Económico, Número 5/2021 – Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria – Dinero y crédito

incrementó ligeramente en mayo, hasta el 3,9 %, y se estabilizó en niveles de antes de la pandemia. El aumento del crédito hipotecario fue el que más contribuyó al endeudamiento de este sector, mientras que la expansión del crédito al consumo se mantuvo retraída, pese a que es probable que la recuperación de la confianza de los consumidores refleje la acumulación de ahorro durante el período de la pandemia.

Gráfico 13 Préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2021.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2021 mostró que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares apenas habían variado en el segundo trimestre de 2021 (gráfico 14).

Esta evolución se produjo tras un endurecimiento neto significativo de dichos criterios en el segundo semestre de 2020 y un endurecimiento moderado de los aplicados a los préstamos a empresas en el primer trimestre de 2021. Es un reflejo de la mejora general de la situación de la economía de la zona del euro conforme se retiran las medidas de contención y se mantiene el apoyo prestado por las autoridades monetarias, fiscales y supervisoras. En la primera mitad de 2021, las ratios de préstamos dudosos (NPL, por sus siglas en inglés) de las entidades de crédito contribuyeron de forma moderada al endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y tuvieron un impacto prácticamente neutral en el caso de los préstamos a hogares. Las entidades participantes en la encuesta señalaron que los avales públicos relacionados con el COVID-19 eran importantes para respaldar las condiciones aplicadas al crédito otorgado a las empresas. El efecto del coste de financiación y de la situación patrimonial de las entidades de crédito en los criterios de aprobación fue neutral en su mayor parte, debido a la solidez de las ratios de capital y a unos costes de financiación favorables de las entidades. El impacto del significativo endurecimiento previo —asociado a la percepción de riesgos relacionada con un aumento de los riesgos de crédito— disminuyó en todas las modalidades de préstamo: en el caso de los préstamos a empresas, en el segundo trimestre fue neutral, mientras que en el de los préstamos

BCE – Boletín Económico, Número 5/2021 – Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria – Dinero y crédito

para adquisición de vivienda propició una leve relajación neta de los criterios. Para el tercer trimestre de 2021, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de concesión de los préstamos a empresas experimenten un ligero endurecimiento neto y que los aplicados a los préstamos a hogares se mantengan prácticamente sin cambios.

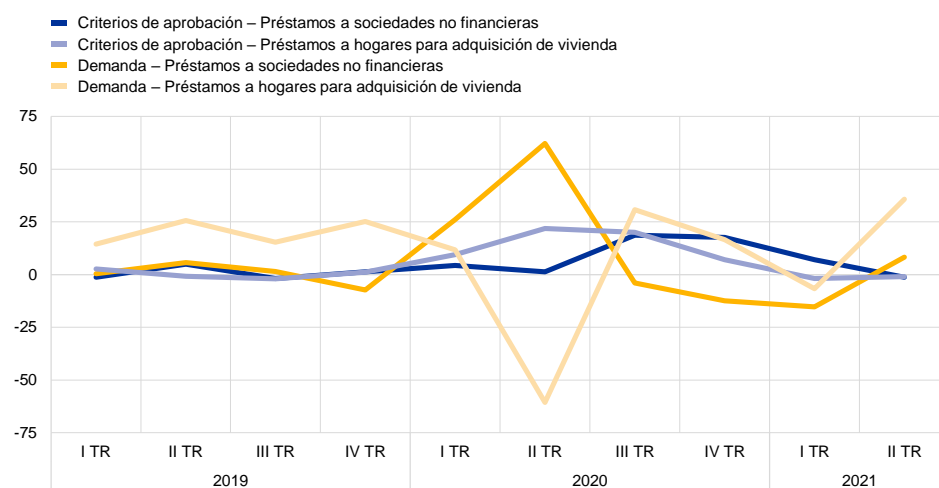
De acuerdo con los resultados de la encuesta, la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares aumentó en el segundo trimestre de 2021 y, por primera vez desde el tercer trimestre de 2019, las necesidades de financiación para inversión en capital fijo contribuyeron positivamente a la demanda de préstamos de las empresas.

Esta evolución estuvo impulsada por el bajo nivel general de los tipos de interés, por la mejora de las perspectivas económicas y por las medidas orientadas a incrementar el flujo de crédito a las empresas y los hogares. En cambio, las entidades de crédito encuestadas también señalaron que las necesidades de financiación de capital circulante de las empresas no habían variado, en consonancia con la disponibilidad de abundantes colchones de liquidez y con el aumento de los ingresos. Además, la demanda de préstamos por parte de los hogares se benefició de la mejora de la confianza de los consumidores, de las perspectivas del mercado de la vivienda y del gasto en bienes duraderos. Las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos de las empresas y los hogares se incremente de nuevo en el tercer trimestre de 2021.

Gráfico 14

Variación de los criterios de aprobación 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 aprobación o un aumento de la demanda de préstamos)



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

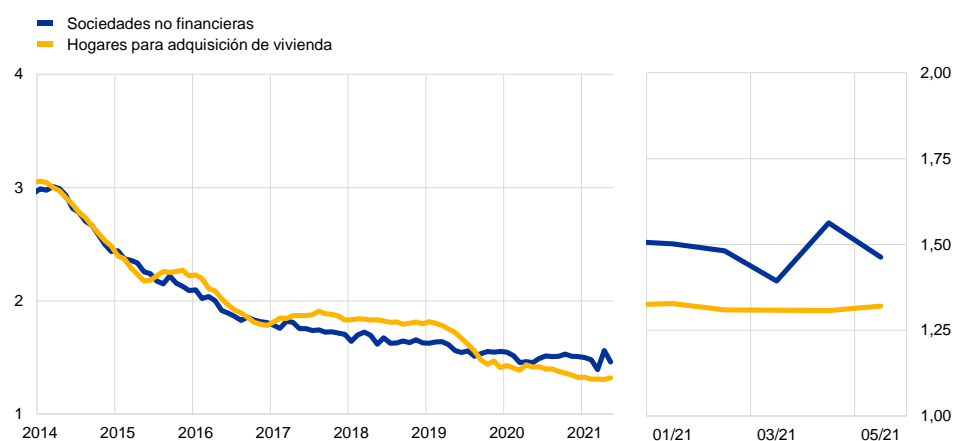
Notas: En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta sobre préstamos bancarios, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han contestado «se han endurecido considerablemente» o «se han endurecido en cierta 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». Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021.

Los tipos de interés del crédito bancario permanecieron próximos a sus mínimos históricos. En mayo de 2021, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras descendió hasta el 1,46 %, después de registrar un aumento transitorio en abril, mientras que en el caso de los préstamos a hogares apenas varió y se situó en el 1,32 % (gráfico 15). La caída de los tipos de los préstamos otorgados a empresas fue generalizada en todos los países de la zona del euro y señala el retorno a los niveles registrados durante los doce meses anteriores. Además, el aumento del diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se mantuvo contenido, lo que principalmente reflejó la reducción de los tipos aplicados a los segundos. Pese a la considerable incertidumbre sobre el efecto a más largo plazo de la pandemia en la economía, las medidas de apoyo han evitado un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación que habría intensificado el impacto económico adverso de la pandemia.

Gráfico 15

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

(porcentajes)



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. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2021.

Recuadros

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

Maria Grazia Attinasi, Alina Bobasu y Ana-Simona Manu

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

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

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

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

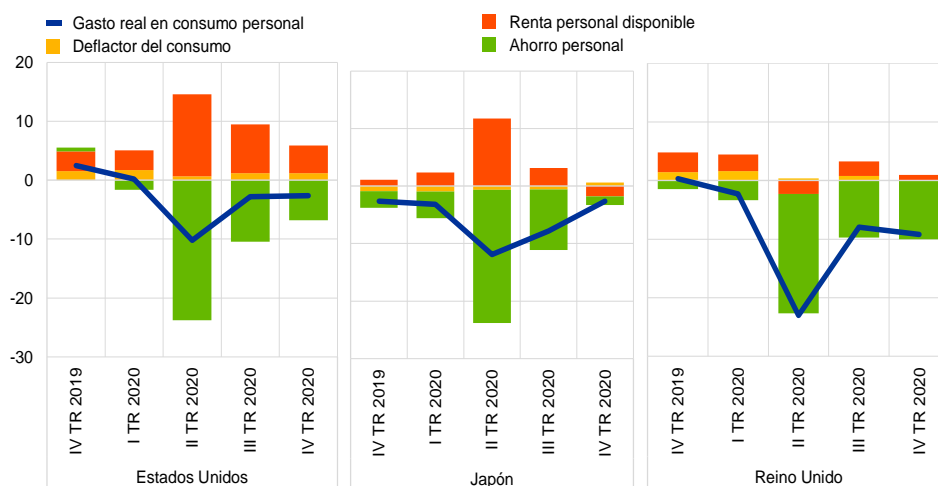
exceso de ahorro. El exceso de ahorro acumulado desde el inicio de 2020 hasta el final de ese año se estima calculando la diferencia acumulada entre el ahorro real y un escenario contrafactual en el que se supone que la tasa de ahorro permaneció en el mismo nivel que la media anterior a la pandemia durante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

Gráfico A

Consumo final privado y exceso de ahorro de los hogares

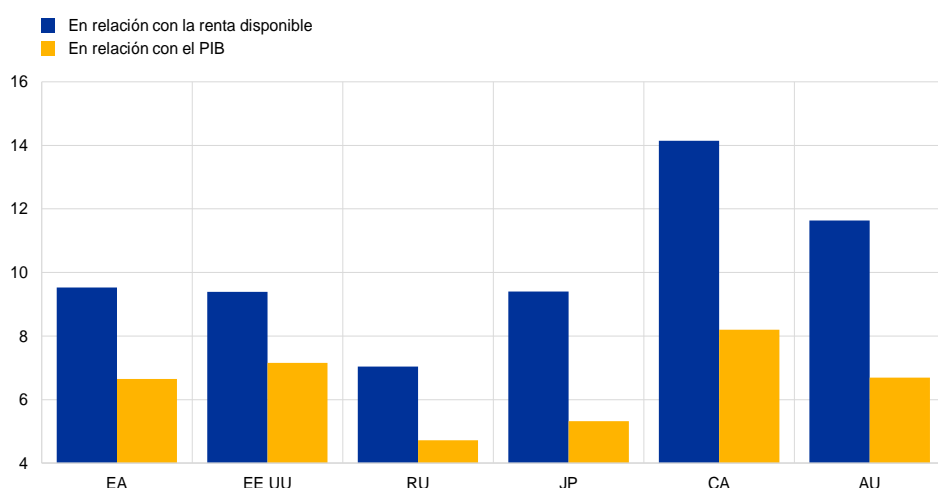
a) Descomposición del gasto en consumo final privado

(tasa de variación interanual, puntos porcentuales)



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

(porcentajes)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

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

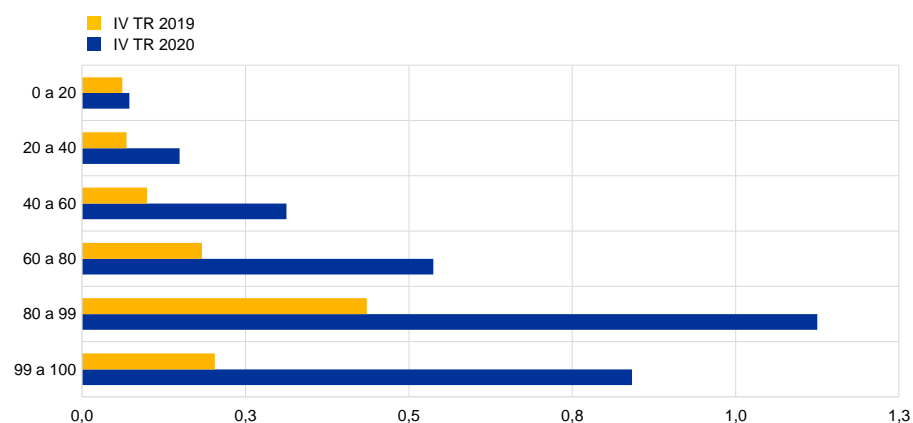
³ Véase el cuadro 3.2 de «[Family spending workbook 1: detailed expenditure and trends](#)», Office for National Statistics, 2021.

Gráfico B

Activos y pasivos financieros de los hogares

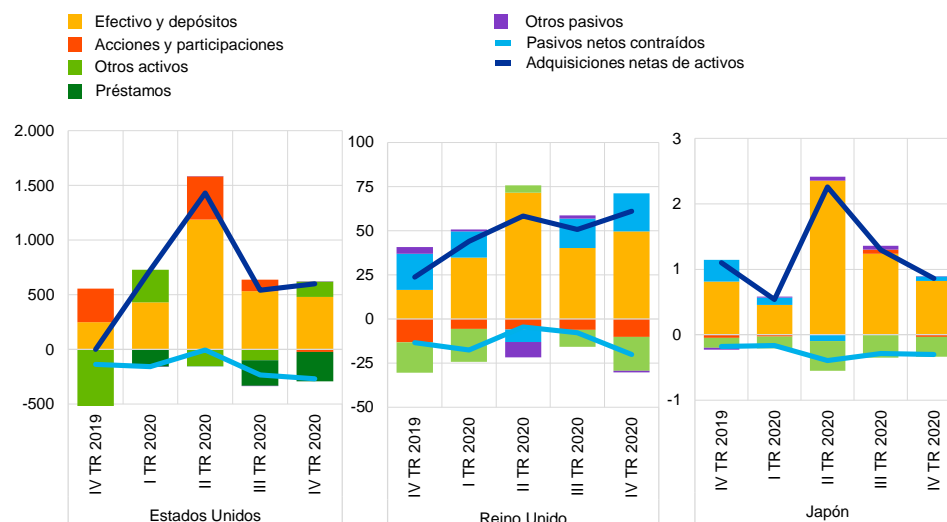
a) Depósitos a la vista y efectivo por quintiles de distribución de la renta en Estados Unidos

(billones de dólares estadounidenses; percentiles)



b) Activos y pasivos financieros de los hogares

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

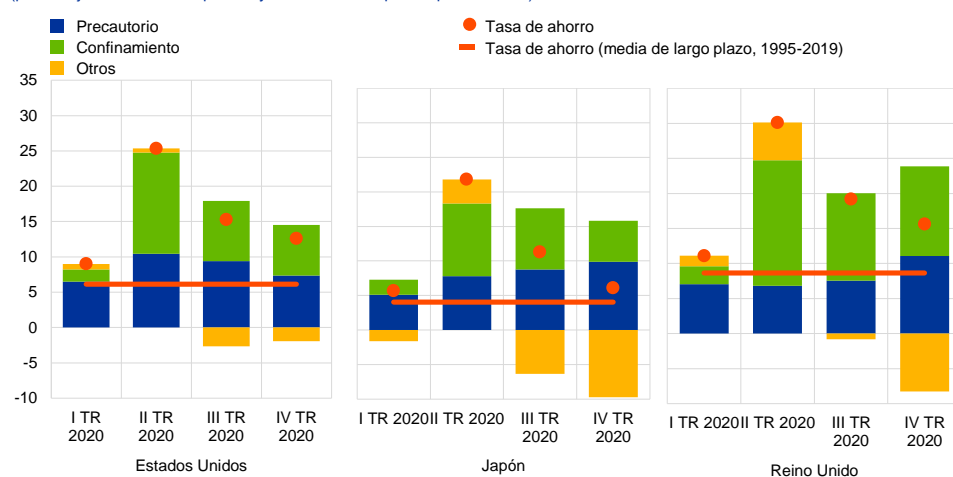
en marzo de 2021 se situaba en torno a un 5 % por debajo de los niveles anteriores a la pandemia.

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

Gráfico C

Descomposición del ahorro de los hogares, por motivos

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



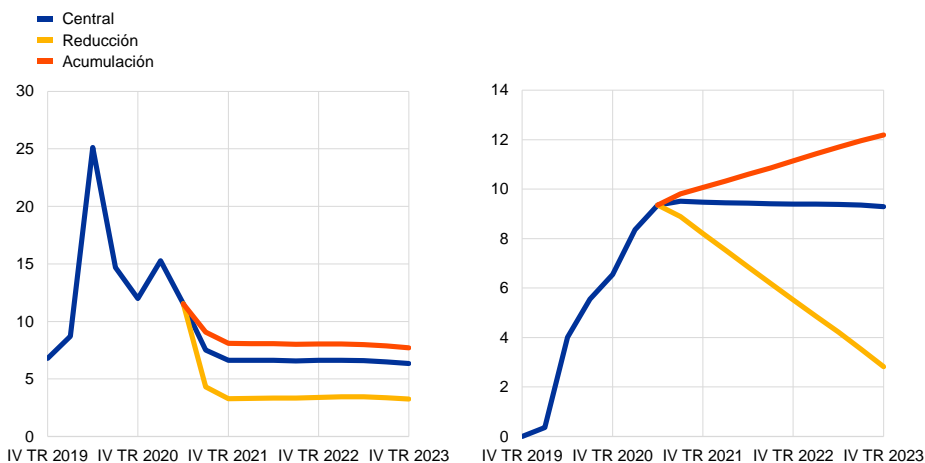
Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

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

Gráfico D

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

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



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

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

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

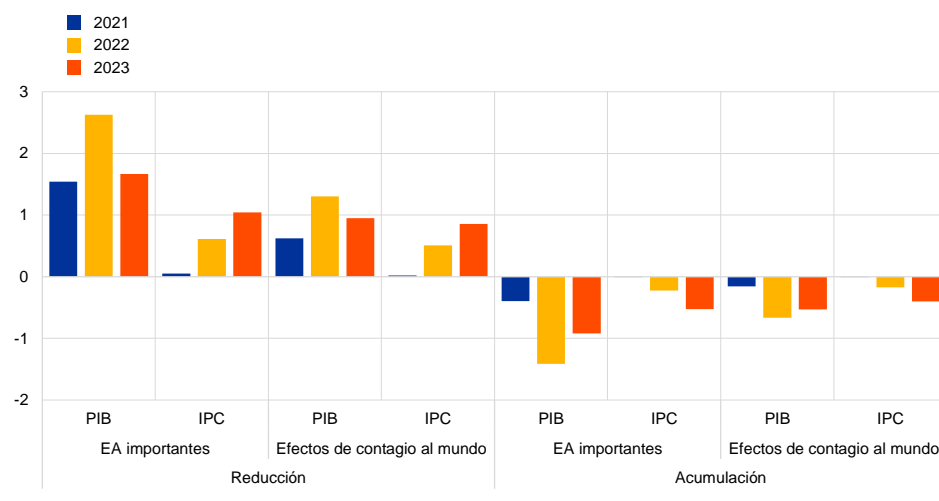
⁸ En estos escenarios solo se consideran Estados Unidos, Reino Unido y Japón.

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

Gráfico E

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

(desviación porcentual respecto al nivel del escenario central)



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

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

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

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

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

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

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

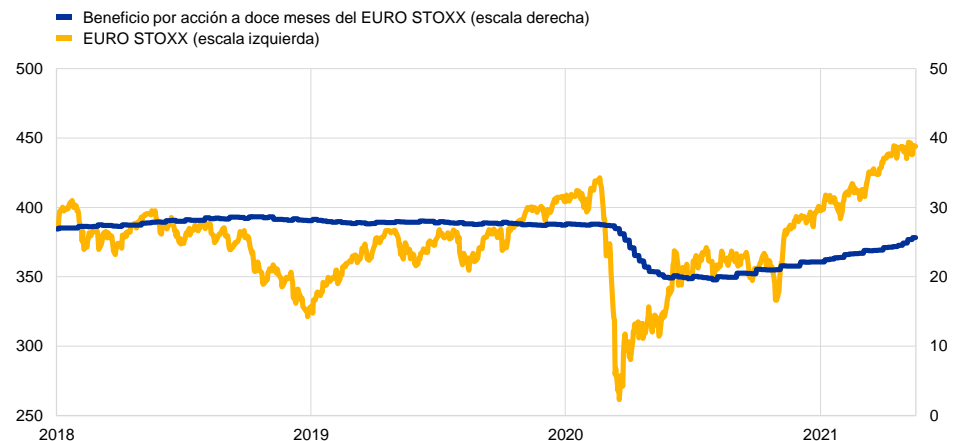
Joost Bats, William Greif y Daniel Kapp

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

Gráfico A

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

(escala izquierda: índice; escala derecha: euros)



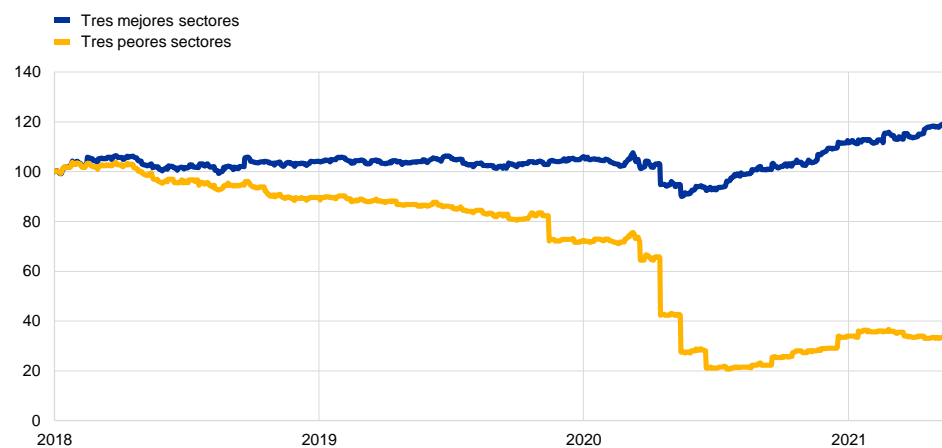
Fuentes: Refinitiv, IBES y cálculos del BCE.

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

Gráfico B

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

(índice normalizado)



Fuentes: Refinitiv, IBES y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

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

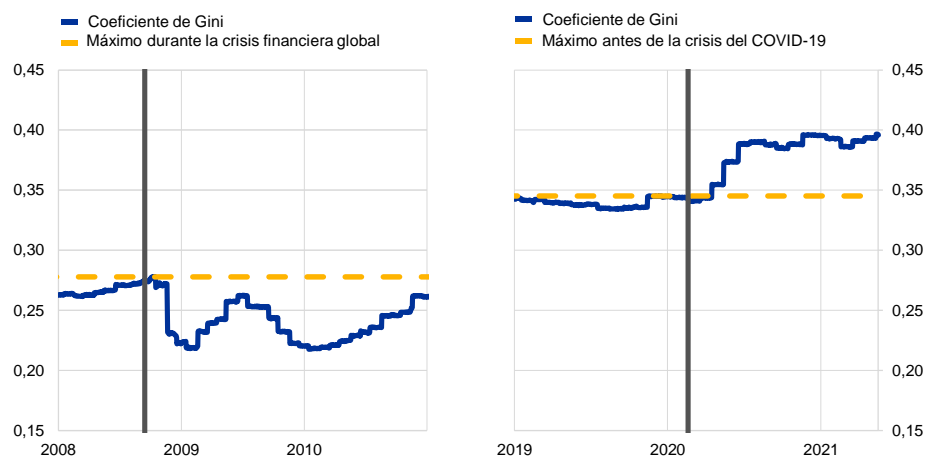
de interpretar: alcanza el valor máximo de 1 cuando las expectativas de beneficios son positivas para un sector y nulas para todos los demás, y es 0 cuando la contribución de todos los sectores a la suma de los beneficios esperados es la misma. Además, en este recuadro, el coeficiente de Gini se calcula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

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

Gráfico C

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

(índice)



Fuentes: Refinitiv, IBES y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

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

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

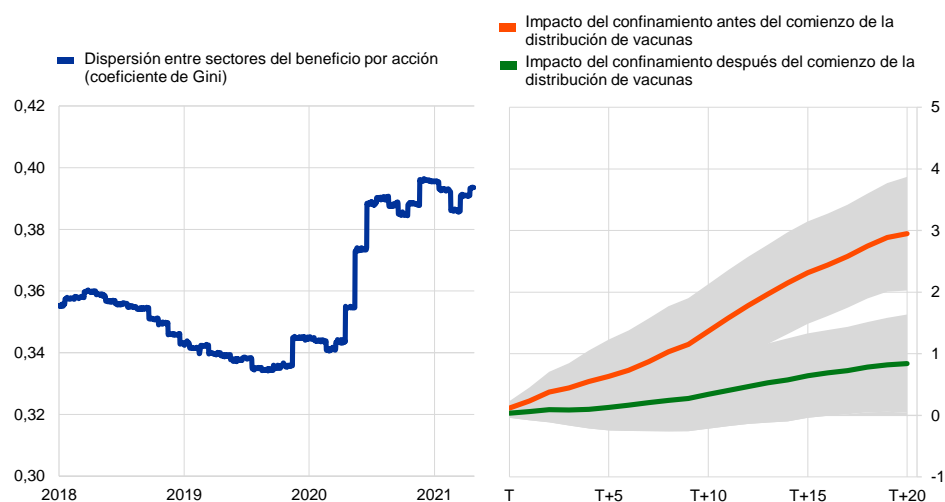
⁵ Aunque el número total de nuevos confinamientos es relativamente reducido, el ELI es un índice de severidad continuo con 259 y 84 observaciones para los períodos anteriores y posteriores al inicio de las vacunaciones, respectivamente. El valor medio del ELI es de aproximadamente 50 de 100 durante ambos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

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

Gráfico D

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

(panel izquierdo: índice; panel derecho: porcentajes)



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

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

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

Philip Muggenthaler, Joachim Schroth y Yiqiao Sun

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

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

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

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

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

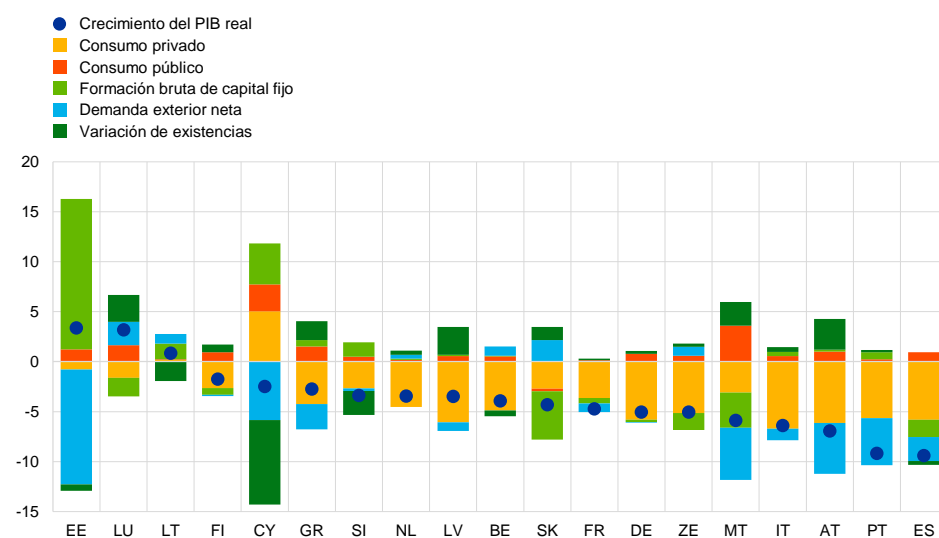
³ Para información detallada sobre la estimación del ahorro forzoso (involuntario) frente al ahorro por motivo de precaución, véase «El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

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

Gráfico A

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

(porcentajes, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

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

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

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

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

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

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

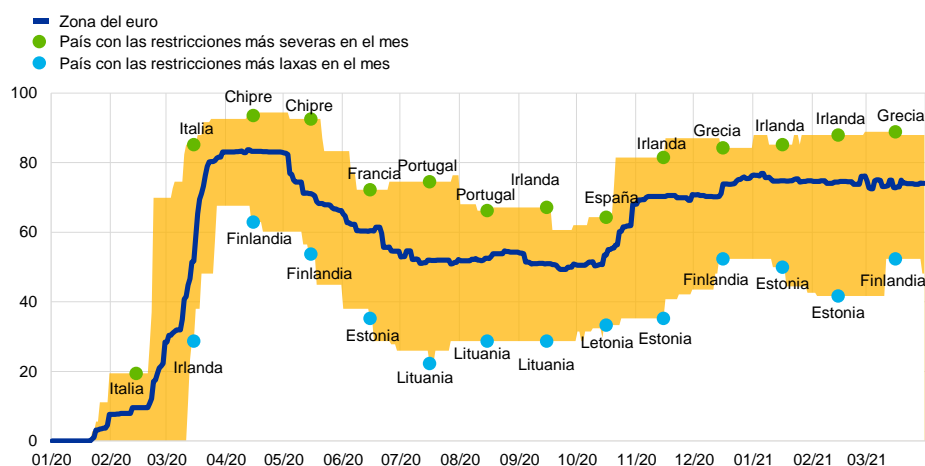
⁶ Véase D. Sondermann, «[Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures](#)», *Working Paper Series*, BCE, n.º 1984, noviembre de 2016.

Gráfico B

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

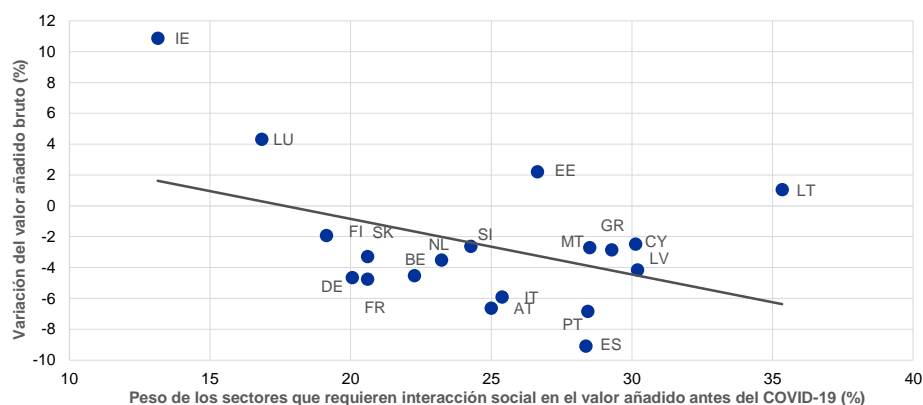
a) Evolución del índice de severidad de Oxford en los países de la zona del euro

(índice)



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

(porcentajes, tasas de variación)



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

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

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

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

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

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

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

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

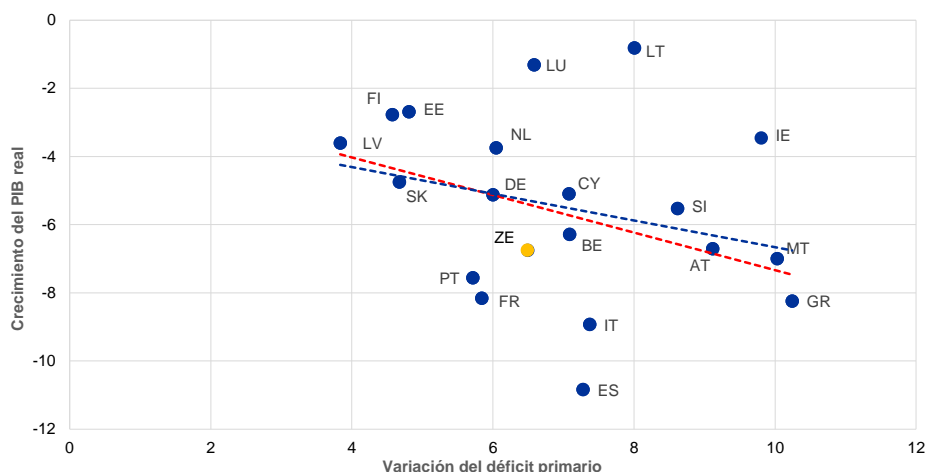
¹⁰ Véase «[The role of government for the non-financial corporate sector during the COVID-19 crisis](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

Gráfico C

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

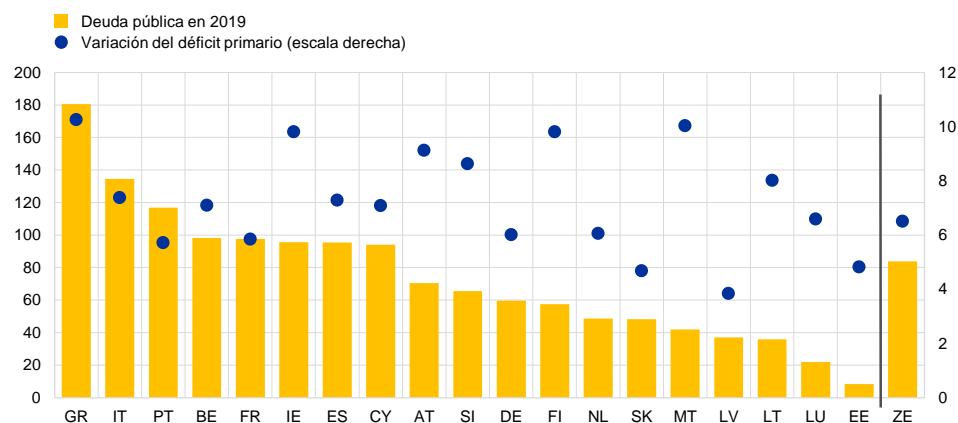
a) Impulso fiscal frente a la caída del PIB real en 2020

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



b) Deuda sobre PIB en 2019

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



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

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

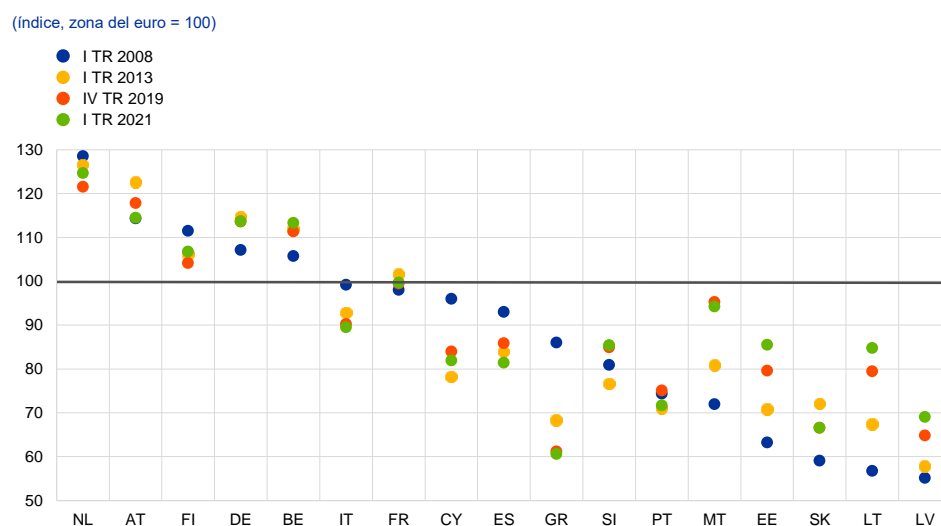
En el caso de Irlanda se utiliza la renta nacional bruta (RNB) modificada a precios de mercado constantes en lugar del PIB real, y la deuda pública y la variación del déficit primario se expresan en porcentaje de la RNB* de 2019. La línea roja representa la línea de tendencia excluyendo a Irlanda. En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

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

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

Gráfico D

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



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

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

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

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

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

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

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

Maarten Dossche, Georgi Krustev y Stylianos Zlatanos

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

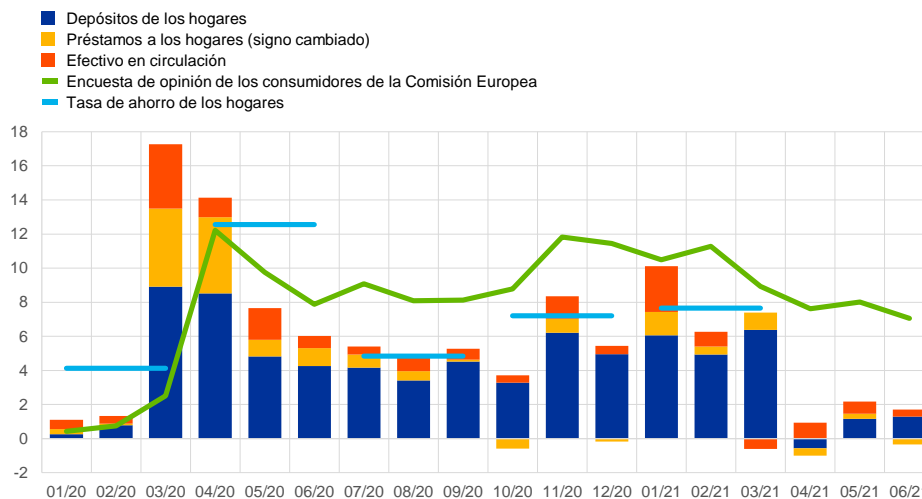
La propensión al ahorro de los hogares de la zona del euro se ha situado en cotas muy elevadas desde principios de 2020. La tasa de ahorro de este sector, obtenida de las cuentas sectoriales de la zona del euro (véase gráfico A), aumentó de manera muy acusada en la primera mitad de 2020. Desde entonces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

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

Gráfico A

Indicadores del ahorro de los hogares

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



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

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

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

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

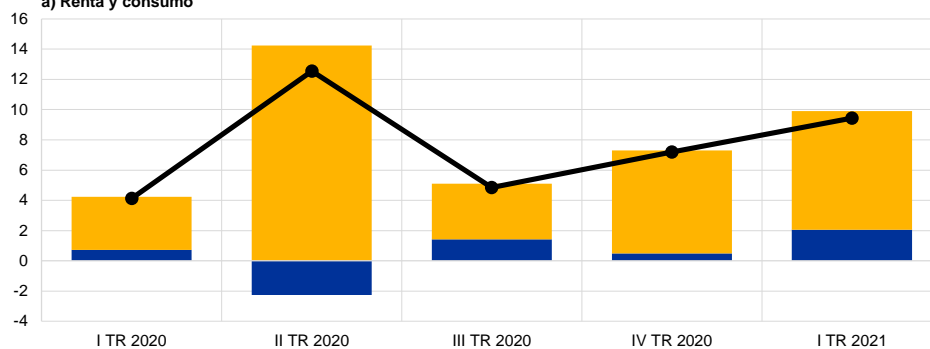
Gráfico B

Tasa de ahorro de los hogares: tres descomposiciones

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

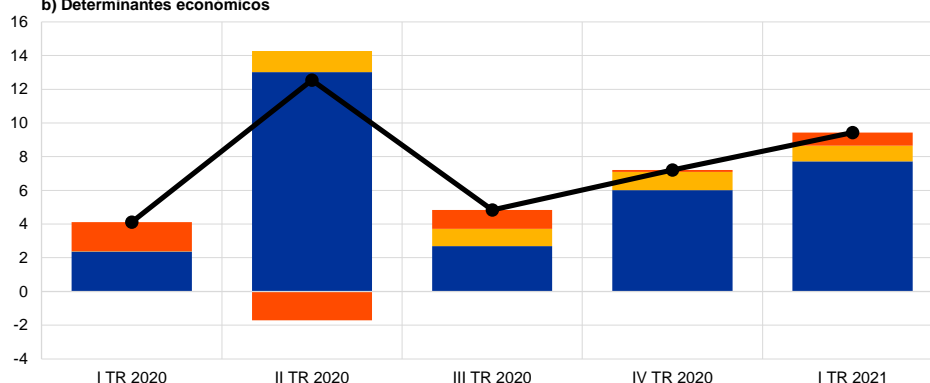
- Renta
- Consumo (signo cambiado)
- Ahorro de los hogares

a) Renta y consumo



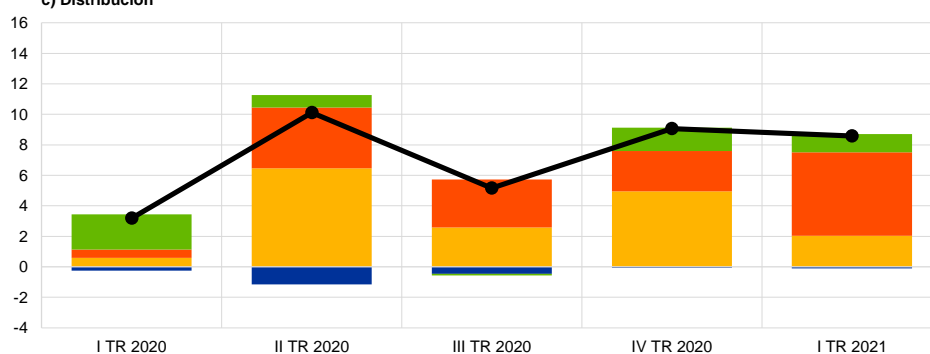
- Residuo (ahorro forzoso)
- Ahorro precautorio
- Efectos de otras variables de control
- Ahorro de los hogares

b) Determinantes económicos



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

c) Distribución



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

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

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

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

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

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

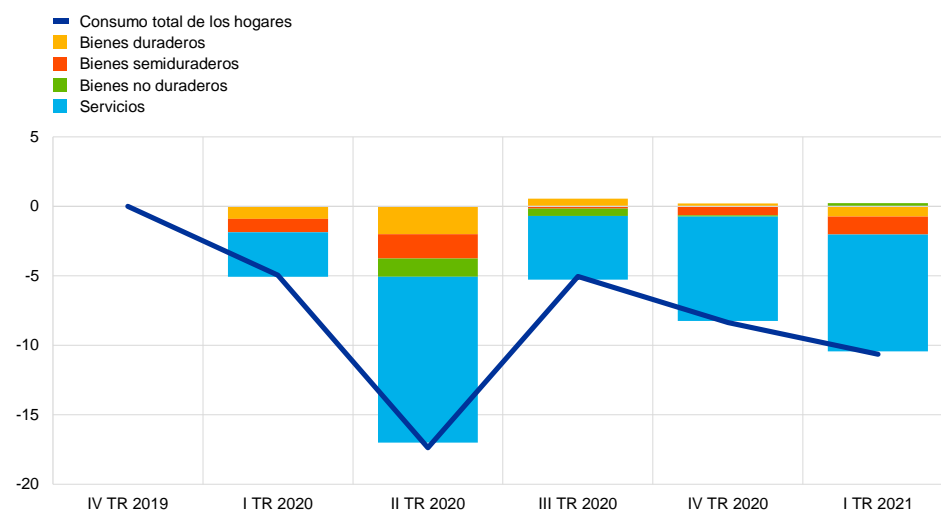
⁴ El exceso de ahorro puede cuantificarse como el volumen de ahorro de los hogares durante la pandemia que excedió una senda contrafactual en ausencia de pandemia de COVID-19. Utilizando la senda de la tasa de ahorro obtenida de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la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

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

Gráfico C

Evolución del consumo privado en la zona del euro

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



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

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

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

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

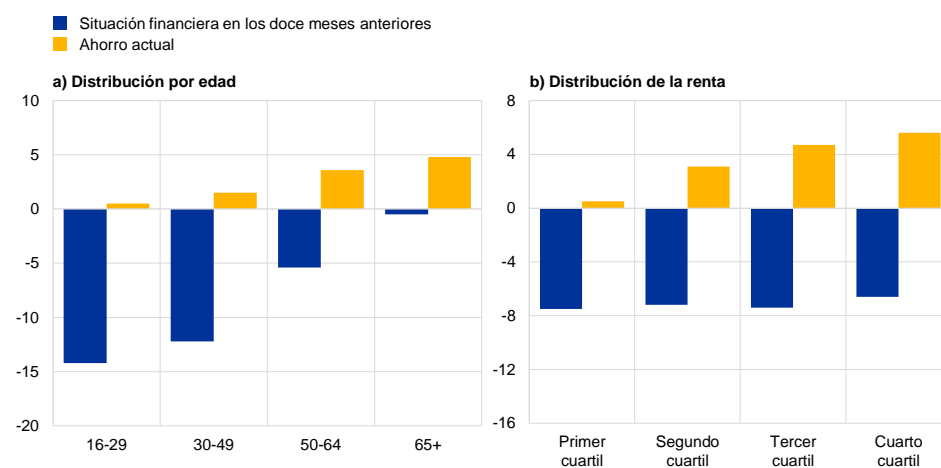
⁶ El repunte del consumo de bienes duraderos en el tercer trimestre de 2020 podría haberse debido, en parte, a factores transitorios. Por ejemplo, el gasto en este tipo de bienes podría haberse visto favorecido por compras de dispositivos para adaptarse al teletrabajo en un entorno doméstico. Además,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

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

Gráfico D

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

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



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

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

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

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

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

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

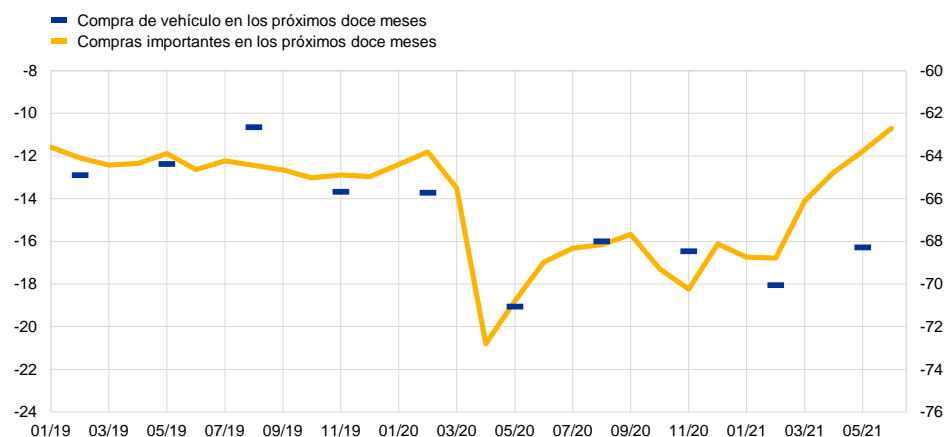
⁹ Véase el recuadro titulado «COVID-19 and income inequality in the euro area» del artículo «Monetary policy and inequality», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

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

Gráfico E

Expectativas de gasto de los hogares

(saldos netos)



Fuente: DG-ECFIN de la Comisión Europea.

Notas: La última observación corresponde a junio de 2021 (compras importantes) y el segundo trimestre de 2021 (compra de vehículo). Datos desestacionalizados.

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

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

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

Catherine Elding, Friderike Kuik y Richard Morris

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

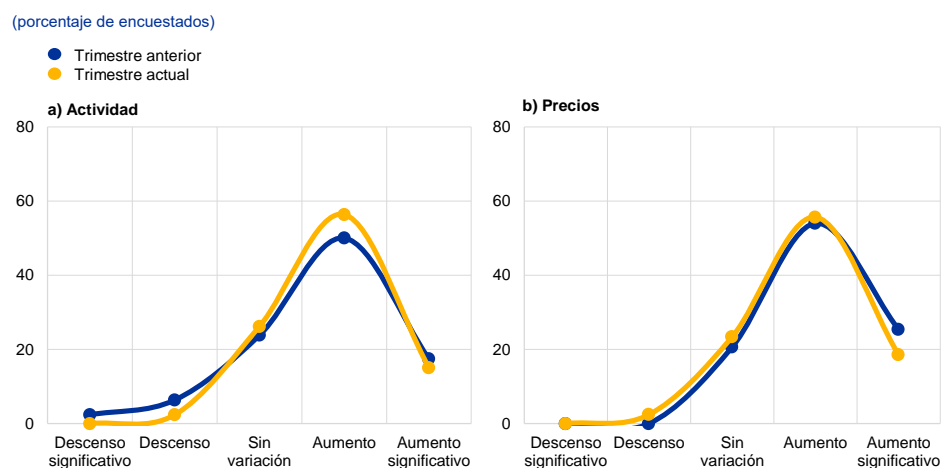
la mayor parte de los contactos del sector industrial esperaban que los precios de las materias primas más relevantes se estabilizaran o se redujeran gradualmente, pero que la traslación a los precios de venta continuara durante algunos trimestres, y la mayoría preveía cierto grado de transmisión a los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

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

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

Gráfico A

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



Fuente: BCE.

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

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

Gerrit Koester y Eduardo Gonçalves

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

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

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

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

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

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

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

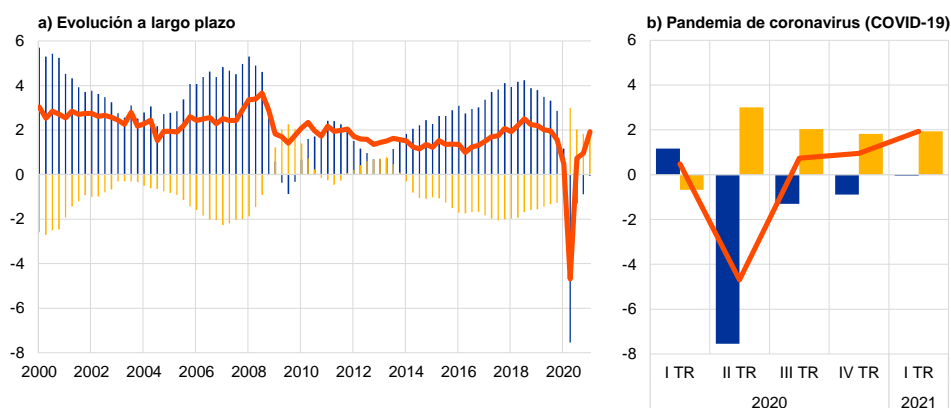
lo que se tradujo en un ajuste de la remuneración. En el primer trimestre de 2021, el avance interanual nulo de la remuneración y la tasa de crecimiento interanual todavía negativa del número de empleados se plasmaron en un crecimiento de la RPA del 1,9 %, un nivel próximo a su media de largo plazo (desde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

Gráfico A

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

(tasas de variación interanual)

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

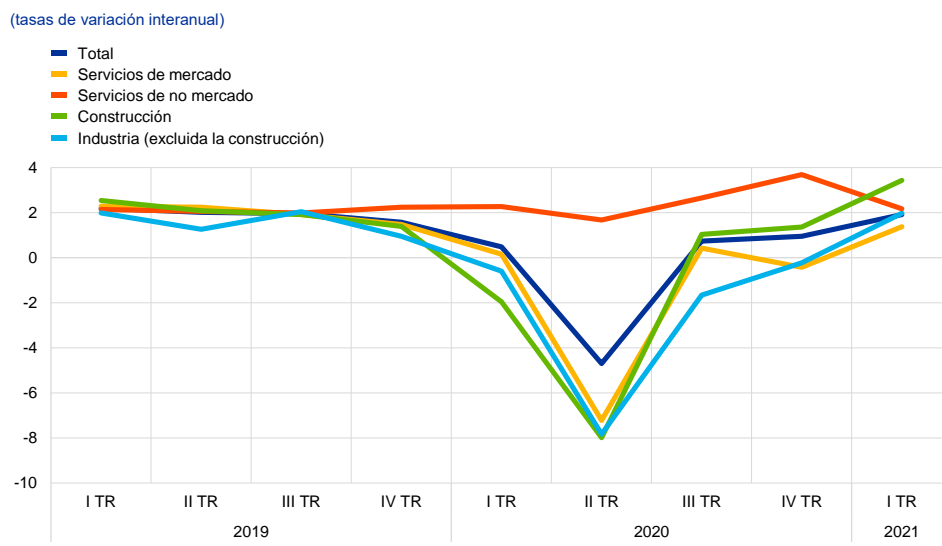
Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021. En ambos paneles, la serie correspondiente a los asalariados se presenta con signo cambiado, por lo que las cifras positivas reflejan una disminución del número de asalariados en términos interanuales, mientras que las negativas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

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

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

Gráfico B

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

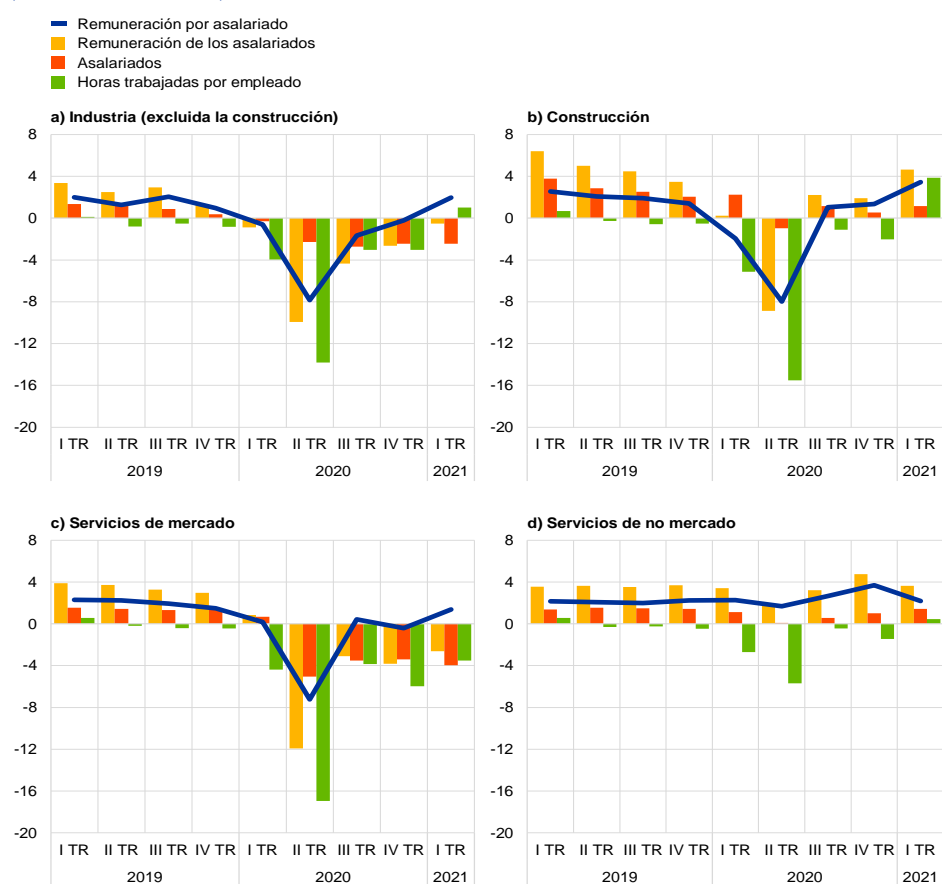
En contraposición a crisis anteriores, los servicios de mercado fueron los más golpeados por la pandemia, ya que gran parte de su actividad se vio particularmente afectada por las restricciones a la movilidad y las medidas de confinamiento. No se dispone de datos armonizados sobre la utilización de los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

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

Gráfico C

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

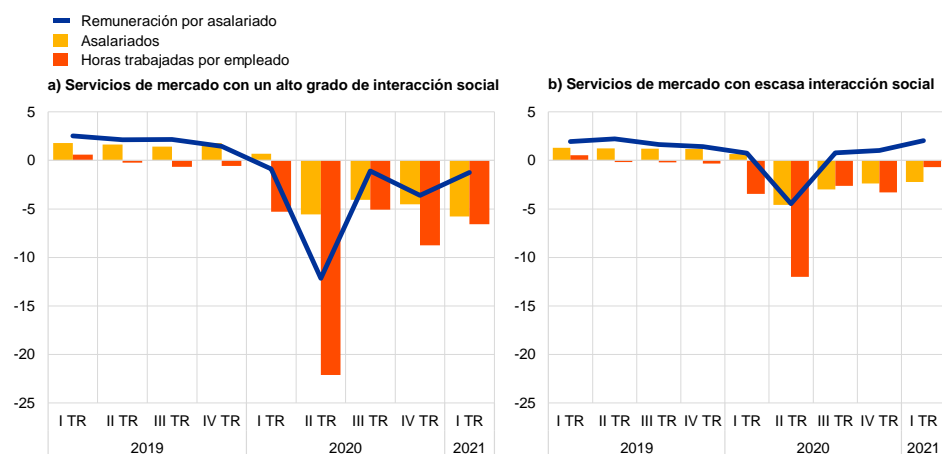
El impacto asimétrico de la pandemia es aún más evidente si, dentro del sector de servicios de mercado, se distingue entre los servicios con un alto grado de interacción social y aquellos que conllevan escasa interacción. Como las restricciones introducidas para contener la propagación de la pandemia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

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

Gráfico D

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

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

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

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

Gerrit Koester, Ieva Rubene, Eduardo Gonçalves y Jakob Nordeman

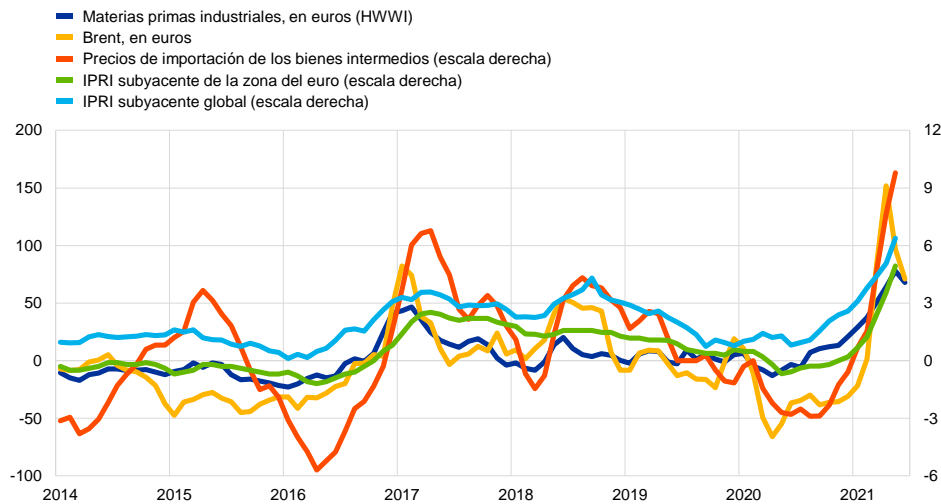
El acusado incremento de los costes de los insumos a escala global ha provocado fuertes subidas tanto en los precios de importación como en los de producción de los bienes intermedios en la zona del euro (gráfico A). El intenso avance de la inflación de los precios de las materias primas (*commodities*),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

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

Gráfico A

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

(tasas de variación interanual)



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

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

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

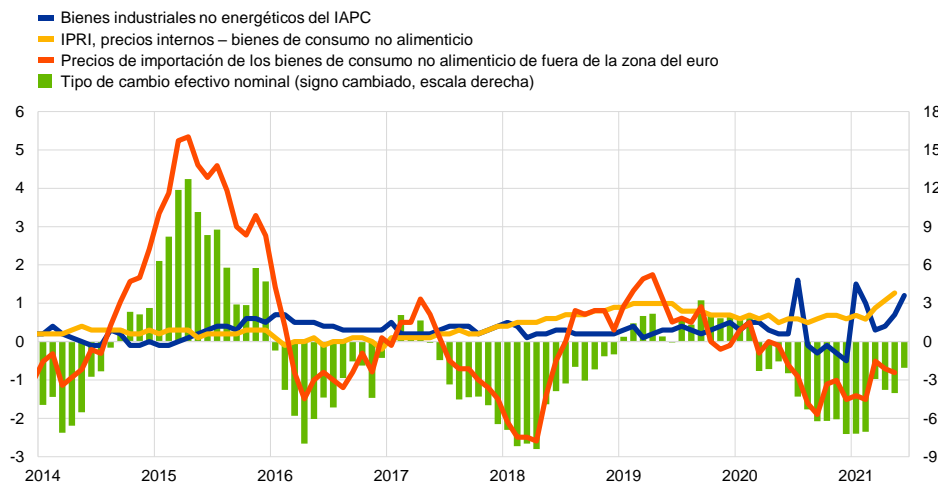
La tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio —un indicador clave de las presiones latentes sobre la inflación medida por el IAPC de los bienes industriales no energéticos— se situó en el 1 % en abril de 2021, frente al 0,9 % registrado en marzo y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

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

Gráfico B

Presiones latentes en fases posteriores

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

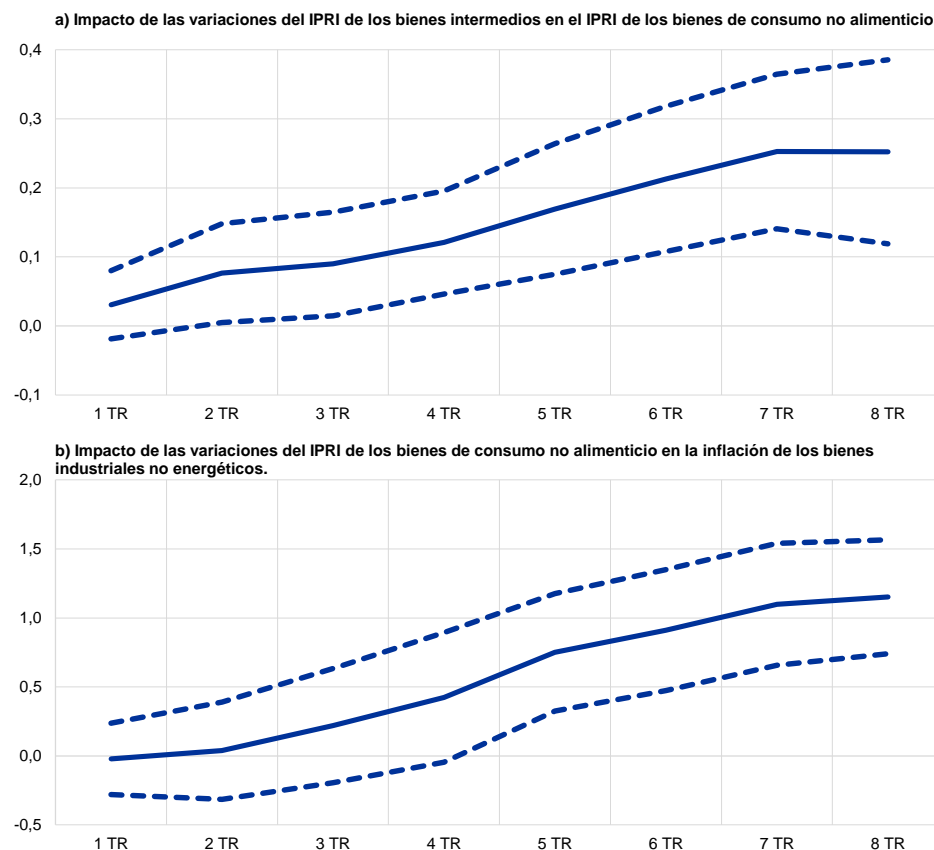
³ Véase también el recuadro titulado «¿Qué nos puede decir la reciente evolución de los precios industriales sobre las presiones latentes?», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

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

Gráfico C

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

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



Fuente: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

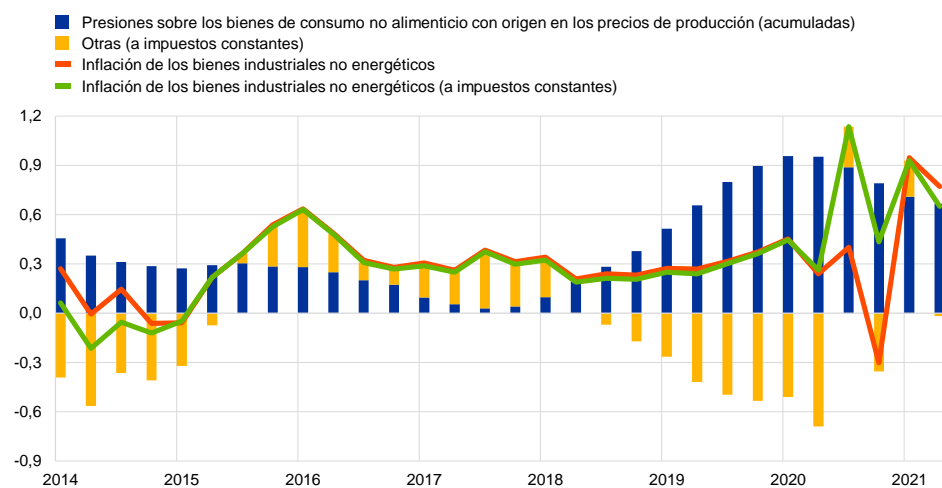
⁴ El patrón general de una transmisión relativamente rápida a los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio y de un desfase mayor en la transmisión a los precios finales de consumo (de alrededor de un año en total) también está refrendado por estudios anteriores del BCE. Véase, por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

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

Gráfico D

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

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

⁵ Véase también el recuadro titulado «El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Gráfico A

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

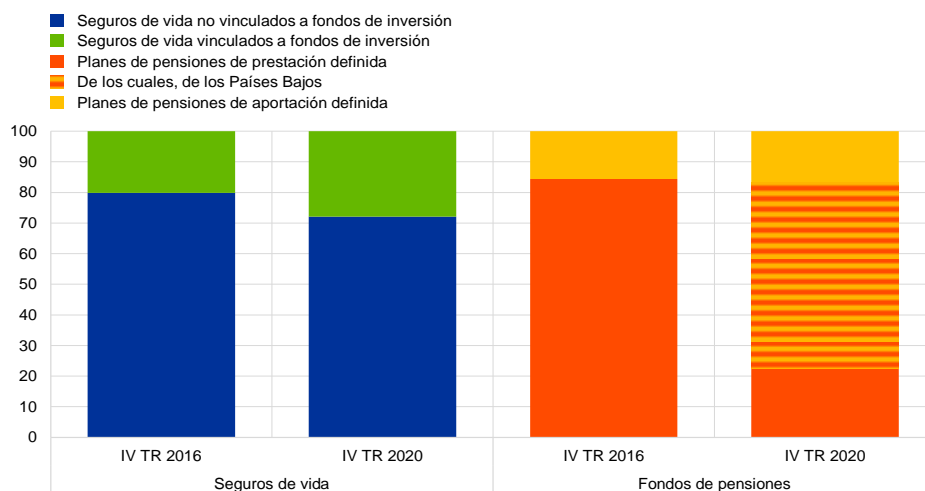
a) Tipos de interés

(porcentajes)



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

(porcentajes)



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

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

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

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

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

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

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

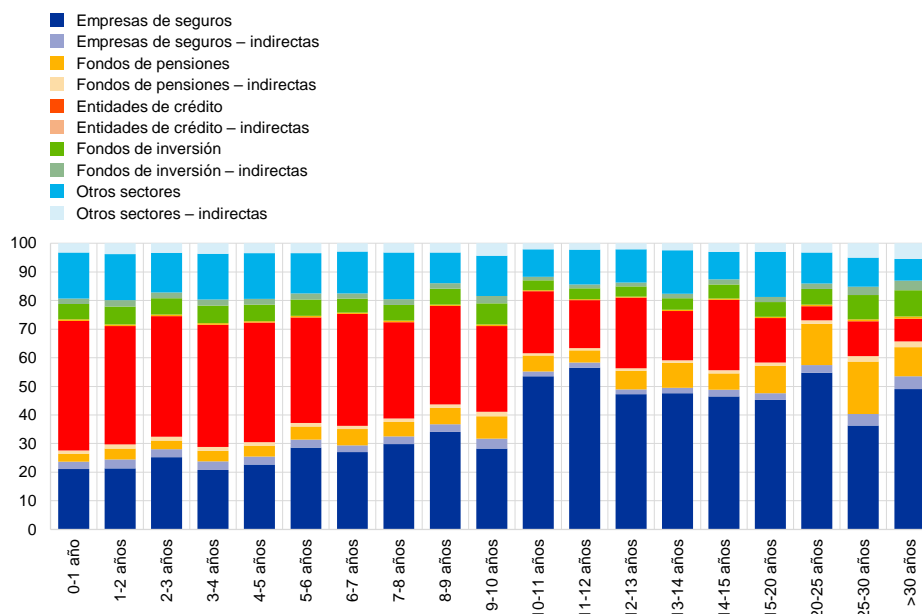
⁸ El uso de *swaps* de tipos de interés no requiere una inversión inicial y son especialmente atractivos para los planes con déficits de financiación. Véase S. Klingler y S. Sundaresan, «[An Explanation of Negative Swap Spreads: Demand for Duration from Underfunded Pension Plans](#)», *BIS Working Papers*,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

Gráfico B

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

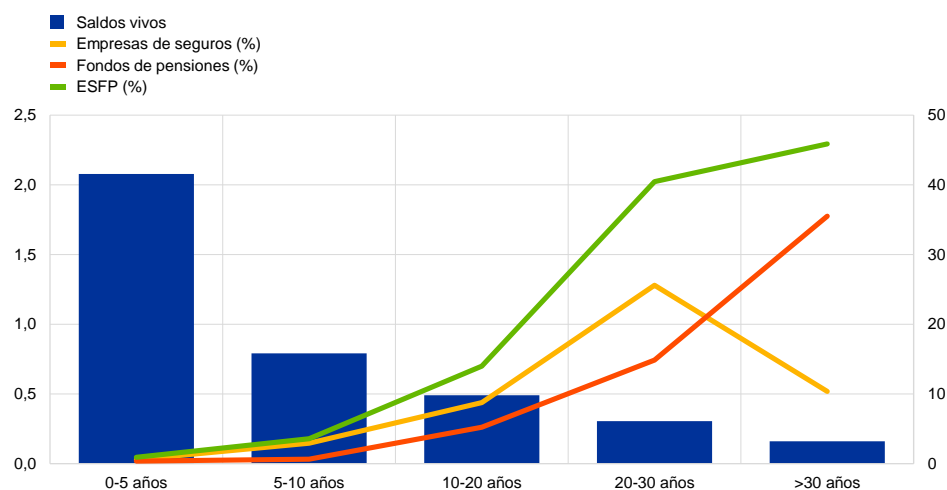
a) Tenencias de deuda pública de la zona del euro: desglose por sector y tramos de vencimiento

(porcentajes; IV TR 2020)



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

(billones de euros; porcentajes; IV TR 2020)



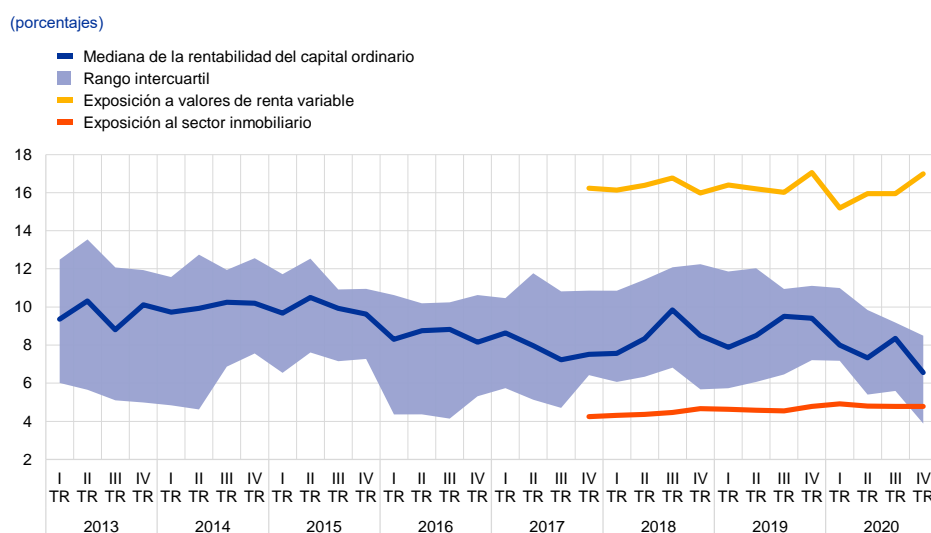
Fuentes: Datos obtenidos de conformidad con el EMIR, Securities Holdings Statistics y cálculos del BCE.

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

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

Gráfico C

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



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

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

Alternativamente, las ESFP pueden reducir la brecha de duración

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

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

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

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

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

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

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

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

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

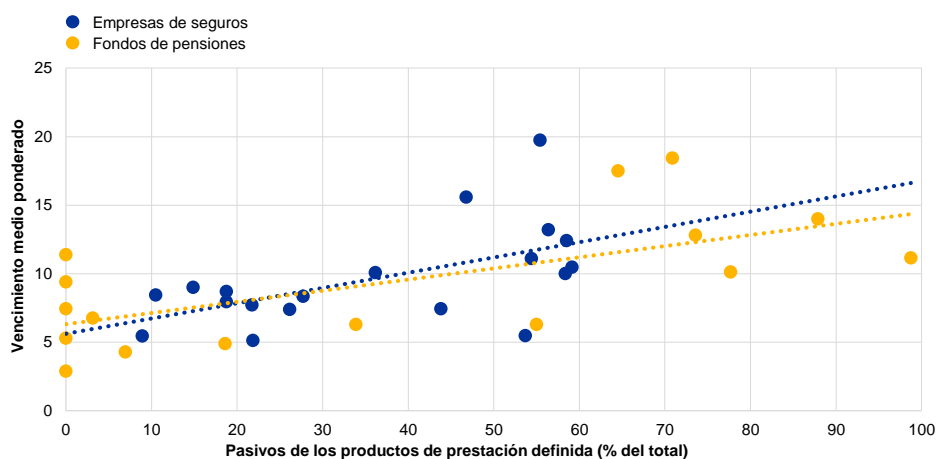
¹⁴ Este tipo de incentivos están especialmente presentes, en particular, en los sistemas de aportación definida y en las empresas de seguros que operan con arreglo a regímenes de mercado, en los que la valoración de los activos y los pasivos está ligada a los tipos de interés de mercado.

Gráfico D

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

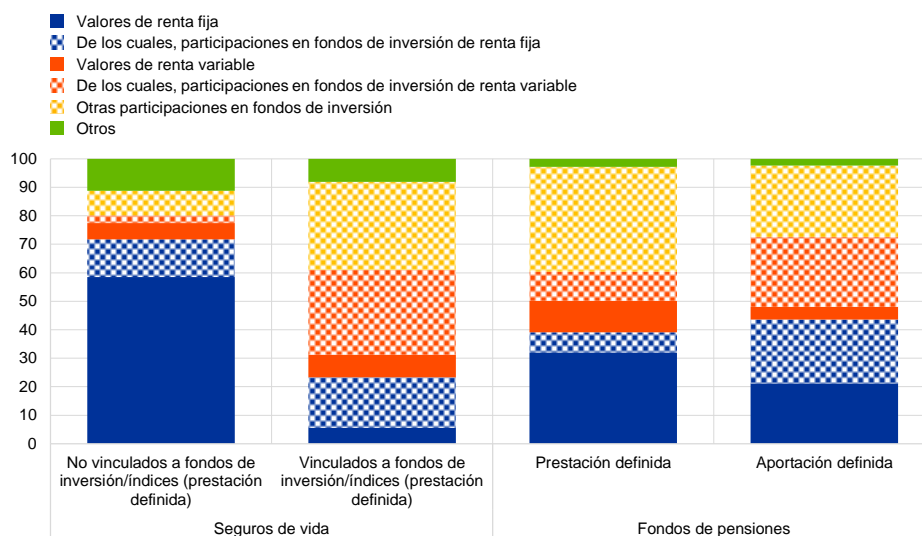
a) Vencimiento de las carteras de deuda pública y porcentaje de productos de prestación definida de las ESFP – países

(porcentajes; años; IV TR 2020)



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

(porcentajes; IV TR 2020)



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Artículos

1 Descripción de la estrategia de política monetaria del BCE

Introducción

La nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) se publicó el 8 de julio de 2021. Aunque el mandato del BCE le ha sido encomendado en los Tratados, este debe definir su estrategia de política monetaria. Esta estrategia establece cómo lograr el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro y hace referencia a un conjunto adecuado de instrumentos, indicadores y objetivos intermedios de política monetaria, así como la manera de tener en cuenta otras consideraciones sin perjuicio de este objetivo primordial. La estrategia de política monetaria persigue dos propósitos básicos: en primer lugar, proporciona a los responsables de formular dicha política un marco analítico coherente en el que la evolución económica real o esperada guía las decisiones de política monetaria y, en segundo lugar, sirve también de vehículo de comunicación con el público. La estrategia de política monetaria del BCE se revisó por última vez en 2003, y los cambios que se han producido desde entonces en el entorno económico y financiero, así como en los retos principales de política económica, hicieron necesaria una actualización. En este artículo se detallan los fundamentos y la lógica en la que se basa esta estrategia y sus elementos más destacados.

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

2 El uso de técnicas de aprendizaje automático y de *big data* en el análisis del ciclo económico

Dominik Hirschbühl, Luca Onorante y Lorena Saiz

Introducción

Los responsables de las políticas toman decisiones en tiempo real basándose en información incompleta sobre la coyuntura económica. Los bancos centrales y los analistas económicos se basan mayormente en las estadísticas oficiales, así como en datos cualitativos y en encuestas, para analizar el estado de la economía. Aunque se dispone de una amplia variedad de indicadores convencionales de gran calidad, estos datos se publican con desfases con respecto al período de referencia que van de unos días o unas semanas a varios meses. Por este motivo, los bancos centrales han estado explorando cómo utilizar datos disponibles con un menor desfase y usar métodos más sofisticados para mejorar la precisión al estimar parámetros que son relevantes para la formulación de políticas.

En los últimos años, las instituciones de política económica han empezado a explorar nuevas fuentes de datos y métodos estadísticos alternativos para su aplicación al análisis de la actividad económica en tiempo real. Desde la crisis financiera, estas instituciones han intensificado sus esfuerzos por utilizar de forma sistemática microdatos e información procedente de encuestas con el fin de analizar mejor los cambios en el consumo agregado, en la inversión y en el mercado de trabajo. De forma paralela, los avances tecnológicos han permitido que los usuarios comiencen a estudiar fuentes de información no convencionales como datos provenientes de textos e imágenes de artículos de prensa, redes sociales e internet, junto con datos numéricos sobre pagos. Actualmente también existen métodos estadísticos alternativos como árboles de regresión, redes neuronales y máquinas de vectores de soporte, que pueden contribuir a aprovechar al máximo la información que se pueda extraer de estas fuentes de datos.

La pandemia de coronavirus (COVID-19) ha acelerado esta tendencia. La crisis derivada de la pandemia ha puesto en evidencia que los *big data* pueden proporcionar señales actualizadas del estado de la economía y ayudar a realizar un seguimiento de la actividad económica junto con datos más tradicionales. Los *big data* suelen caracterizarse por asociarse a tres uves: gran volumen, alta velocidad y gran variedad¹. «Gran volumen» se refiere a los ingentes volúmenes de datos generados como resultado de la proliferación de dispositivos, servicios e interacción humana. «Alta velocidad» alude a la gran velocidad a la que se crean y se procesan los datos. «Gran variedad» hace referencia a la amplia diversidad y complejidad de tipos y fuentes de

¹ Aunque en los últimos años se han añadido más uves a la lista, no se han aceptado de forma tan generalizada porque son difíciles de cuantificar (por ejemplo, «veracidad» o autenticidad de los datos, y «valor», en el sentido de que los *big data* podrían crear valor social o económico).

información². Los *big data* son atractivos porque están disponibles con alta frecuencia; sin embargo, a menudo son de carácter relativamente no estructurado y, por definición, contienen un gran volumen de datos. Esto a su vez, plantea varios retos para los modelos econométricos tradicionales. Algunos pueden afrontarse utilizando algoritmos de aprendizaje automático, que también tienen la ventaja de poder captar relaciones no lineales complejas. Aunque no existe una definición única de aprendizaje automático, se basa en la idea fundamental de que los ordenadores (máquinas) tienen capacidad para aprender de los datos observados anteriormente, para identificar patrones generales —que con frecuencia se caracterizan por presentar relaciones no lineales— y para realizar predicciones utilizando algoritmos que reconocen esos patrones. Por lo tanto, el aprendizaje automático es una rama de la inteligencia artificial, y la mayor parte de los métodos que utiliza se basan en gran medida en conceptos estadísticos o extraídos de la teoría del aprendizaje estadístico³.

En este artículo se considera cómo las instituciones de política económica —organismos internacionales y bancos centrales— utilizan *big data* o métodos de aprendizaje automático para analizar el ciclo económico. En concreto, estas nuevas fuentes de datos y herramientas se emplean para mejorar las predicciones a muy corto plazo (*nowcasting*) y a corto plazo sobre el PIB real. También se usan con el fin de obtener información de utilidad para analizar la evolución cíclica y construir narrativas. Asimismo, se presentan varios ejemplos ilustrativos.

El artículo se organiza como sigue. En la sección 2 se consideran las principales fuentes de *big data* que los bancos centrales y otras instituciones de política económica han estado explorando en los últimos años para su aplicación al análisis del ciclo económico. Se ofrece una descripción de la literatura existente y también se presentan dos ejemplos que ilustran el uso de *big data* durante la pandemia para realizar un seguimiento de la actividad económica y del mercado de trabajo. En la sección 3 se examinan las principales ventajas de los métodos de aprendizaje automático aplicados al uso de *big data* y al análisis del ciclo económico, y se incluyen dos ejemplos en los que se utilizan artículos de prensa para construir indicadores de sentimiento económico y de la incertidumbre en torno a las políticas económicas. En la sección 4 se presentan las principales conclusiones y se comentan las oportunidades y los retos que afrontan los bancos centrales cuando utilizan técnicas de aprendizaje automático y *big data*.

Conclusiones, retos y oportunidades

En este artículo se ha descrito cómo las técnicas de aprendizaje automático y los *big data* pueden complementar los análisis convencionales del ciclo económico. Un ejemplo es la pandemia de coronavirus, que es una perturbación

² Véase C. Hammer, D. C. Kostroch y G. Quirós-Romero, «[Big Data: Potential, Challenges and Statistical Implications](#)», *Staff Discussion Notes*, vol. 2017, número 006, Fondo Monetario Internacional, 2017.

³ La inteligencia artificial puede definirse como la ciencia de la computación dedicada al desarrollo de máquinas que imitan funciones cognitivas de los humanos, como el aprendizaje o la resolución de problemas.

extraordinaria. Esta crisis ha impulsado la difusión y la mejora de las técnicas de aprendizaje automático y de *big data* a una velocidad inaudita. En particular, ha puesto de manifiesto que las fuentes de datos alternativas pueden proporcionar señales más puntuales sobre el estado de la economía y ayudar a realizar un seguimiento de la actividad económica. Además, es un ejemplo importante de la presencia de no linealidades en la economía, lo que ha requerido la adaptación de los modelos existentes o el desarrollo de nuevos enfoques. A este respecto, los métodos de aprendizaje automático pueden abordar las no linealidades mejor que los tradicionales. Además de ofrecer nuevas oportunidades, estas nuevas fuentes y técnicas de análisis de datos también plantean algunos retos.

Los *big data* permiten utilizar una variedad más amplia de indicadores con una frecuencia más alta y disponibilidad inmediata (como indicadores basados en textos o en internet) para realizar predicciones, si bien, en algunos casos, esto puede implicar problemas de replicabilidad y de rendición de cuentas. Los indicadores de sentimiento basados en el análisis de textos son particularmente útiles, por ejemplo, porque pueden elaborarse de forma automática usando información de alta frecuencia y a un coste menor que los indicadores procedentes de encuestas. Aunque para construir datos económicos convencionales, como los relativos a la producción industrial, se siguen procedimientos armonizados con el fin de asegurar un alto grado de calidad, la continuidad y la comparabilidad a lo largo del tiempo y entre países, la recopilación de datos alternativos no tiene como principal objetivo el análisis económico y no son obtenidos ni validados por instituciones estadísticas independientes. Por ello, su aplicación en los procesos de toma de decisiones expone a los bancos centrales a diversos riesgos, dado que los resultados de los análisis son difícilmente replicables y complican la rendición de cuentas. Como los datos alternativos se recogen para otras finalidades (como las operaciones con tarjeta de crédito) o son el subproducto de otro servicio (por ejemplo, artículos de periódicos y revistas resultantes de la digitalización de la prensa), a menudo contienen mucho ruido y requieren un tratamiento meticuloso. Además, la existencia de importantes problemas de accesibilidad a datos y de limitaciones a su intercambio podrían afectar a la replicabilidad de los resultados en determinados casos. Todos estos riesgos deben considerarse detenidamente al invertir unos recursos limitados en el desarrollo de *software* y en cuestiones legales, así como en adaptar la infraestructura de las tecnologías de la información⁴.

Aunque estas herramientas son útiles como complemento, en estos momentos no pueden considerarse para sustituir a los datos y métodos convencionales, debido a problemas de interpretabilidad y de inferencia estadística. Las técnicas de aprendizaje automático pueden ayudar a superar los inconvenientes de los *big data* y a explotar todo su potencial. Si estas técnicas se combinan con *big data*, tienen capacidad para dar mejores resultados que los métodos estadísticos tradicionales y proporcionar una imagen precisa de la evolución económica. Pese a

⁴ Doerr *et al.* señalan que un importante desafío para los bancos centrales es establecer la infraestructura de TI necesaria. Para la mayoría de las aplicaciones empleadas en el análisis del ciclo económico, la capacidad computacional necesaria es bastante reducida. S. Doerr, L. Gambacorta y J. M. Serena, «[Big data and machine learning in central banking](#)», *BIS Working Papers*, n.º 930, Banco de Pagos Internacionales, 2021.

su buena capacidad predictiva, la complejidad de los métodos empleados a menudo dificulta la interpretación de las revisiones de las predicciones y, sobre todo, su comunicación. Con todo, se está avanzando con rapidez en la mejora de la interpretabilidad de las técnicas de aprendizaje automático (que más recientemente se basan en valores de Shapley)⁵. Por otra parte, originalmente, estas técnicas no se diseñaron para identificar relaciones causales, lo que reviste una importancia crítica para los responsables de la política económica. En la actualidad, el mayor reto es mejorar la capacidad de los métodos de aprendizaje automático para captar la causalidad, ya que ello entraña la posibilidad de convertir estas técnicas en complementos prometedores y en alternativas viables a los métodos establecidos⁶.

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

⁵ Joseph propuso un nuevo marco basado en regresiones de Shapley que generaliza la inferencia estadística para modelos no lineales o no paramétricos como las redes neuronales artificiales, las máquinas de vectores de soporte y los bosques aleatorios. Véase A. Joseph, «[Parametric inference with universal function approximators](#)», *Staff Working Paper*, n.º 784, Banco de Inglaterra, 2019, revisado el 22 de julio de 2020.

⁶ Véase M. H. Farrell, T. Liang y S. Misra, «[Deep Neural Networks for Estimation and Inference](#)», *Econometrica*, vol. 89, número 1, enero de 2021, pp. 181-213.

3 El papel de los Gobiernos en el sector de sociedades no financieras durante la crisis del COVID-19

Celestino Girón y Marta Rodríguez-Vives

Introducción

La pandemia y las medidas de contención adoptadas provocaron disrupciones económicas a escala global que indujeron a los Gobiernos a realizar intervenciones de calado para apoyar a las empresas. En previsión de las consecuencias negativas de las restricciones impuestas en todo el mundo, los Gobiernos desplegaron con celeridad diversos conjuntos de herramientas para mitigar el impacto de la crisis en el sector empresarial.

En la zona del euro, el grueso de las intervenciones públicas acometidas en 2020 y en la primera mitad de 2021 se centraron en mitigar los riesgos de liquidez y de solvencia, y en respaldar el empleo en el sector de sociedades no financieras (SNF). Alrededor de dos tercios de los paquetes fiscales implementados han proporcionado apoyo directo a las empresas y a los trabajadores, a lo que hay que sumar los avales públicos para préstamos. La magnitud exacta del apoyo es difícil de estimar, dado que las medidas iniciales se prorrogaron y se han aplicado nuevas medidas conforme se ha desarrollado la crisis del COVID-19, de modo que se han presentado diferencias entre países y entre instrumentos fiscales¹. Como se muestra en el cuadro 1, para el agregado de la zona del euro, el respaldo proporcionado a las SNF —incluidos los programas de regulación temporal de empleo— se cifró en alrededor del 2,6 % del PIB en 2020, de un paquete fiscal equivalente al 4,1 % del PIB². En 2021, este respaldo se ha mantenido porque las medidas de contención han lastrado las economías de la zona del euro, sobre todo en el primer semestre del año, y se espera que su dotación llegue a ser prácticamente similar a la de 2020. Además, la cuantía de los avales públicos para préstamos ascendió al 19 % del PIB, aproximadamente, en 2020, y se prevé que en 2021 su importe sea parecido.

¹ Véase «The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

² Las medidas de empleo pueden ser resultado de políticas discrecionales o de los mecanismos automáticos de los sistemas de bienestar ya existentes. Con todo, en los cálculos realizados solo se incluyen las medidas discrecionales *ad hoc* implementadas en el contexto de la crisis del COVID-19, principalmente en forma de ayudas y transferencias a empresas, incluidos los programas de regulación temporal de empleo.

Cuadro 1

Apoyo fiscal en la zona del euro durante la crisis del COVID-19 (en porcentaje del PIB)

	2020	2021	2022
Paquete fiscal total	4,1	4,4	1,5
del cual, apoyo a las SNF	2,6	2,5	0,7
Importe de los avales públicos	19,1	19,2	n. d.

Fuente: Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021.

Notas: El paquete fiscal total se calcula como las modificaciones discretionales de los ingresos y gastos públicos, los programas de regulación temporal de empleo y las moratorias de impuestos y los créditos fiscales, pero no incluye las inyecciones de capital y los estabilizadores fiscales automáticos (para más información, véase la sección 2). «Apoyo a las SNF» se refiere a las transferencias directas y ayudas a las empresas, y a los programas de regulación temporal de empleo.

Las actuaciones de los Gobiernos de la zona del euro han moderado la contracción del producto y las pérdidas de empleo y de renta, al tiempo que han incrementado los colchones de liquidez del sector de SNF. En general, se ha evitado un retroceso mucho más intenso de la actividad económica. Aunque el crecimiento de la economía de la zona en 2020 se situó firmemente en territorio negativo, se vio menos afectado de lo previsto y fue del $-6,8\%$, en lugar del $-7,8\%$ proyectado por la Comisión Europea en sus previsiones de otoño de 2020. Los efectos de las medidas de apoyo a las SNF en la renta de los hogares —a través, por ejemplo, de los programas de mantenimiento del empleo— también han contribuido a mitigar el impacto de la crisis en el producto. Asimismo, las medidas adoptadas, junto con el elevado nivel de ahorro precautorio y de financiación, han ayudado a minimizar los riesgos de liquidez y se han plasmado en un incremento de los colchones de liquidez en términos agregados³. Además, la contundente respuesta de los Gobiernos para apoyar a las SNF también ha contribuido a evitar tensiones en el sector bancario durante la crisis del COVID-19.

En este artículo se analizan las intervenciones públicas realizadas en el sector de SNF de la zona del euro desde una perspectiva de balance, de acuerdo a la evidencia disponible para 2020. El artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se examina el amplio abanico de medidas de política fiscal de que disponen los Gobiernos para apoyar a las SNF. En la sección 3 se estudia el impacto en los balances de este sector derivado de las medidas públicas adoptadas durante 2020. En la sección 4 se describen algunas de las posibles consecuencias para los balances del sector público, y, por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

Hasta ahora, el apoyo prestado por los Gobiernos de la zona del euro a las SNF durante la crisis del COVID-19, junto con cierto uso de la flexibilidad

³ Según cálculos del BCE, en torno al 20 % –25 % de las empresas de España, Alemania y Francia corrían el riesgo de quedarse sin liquidez en 2020 en un escenario de mantenimiento de las políticas, mientras que la Comisión Europea estimó que alrededor del 35 % de las empresas de la UE-27 se verían sometidas a tensiones de liquidez en un escenario intermedio (véase «The impact of COVID-19 on potential output in the euro area», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020).

disponible en los marcos jurídicos nacionales y europeo, ha evitado que se produzcan perturbaciones graves, como una oleada de declaraciones de insolvencia. Los países de la zona introdujeron diversas medidas de respaldo en 2020 que, entre otras cosas, han propiciado un aumento sin precedentes de los activos líquidos en los balances de las empresas, dado que la incertidumbre económica ha inhibido la inversión privada. Los recursos públicos han contribuido a que la deuda empresarial se mantenga en niveles sostenibles, lo que ha permitido a las SNF incrementar sus colchones de liquidez para amortiguar el impacto de futuras perturbaciones. Con todo, se observan diferencias significativas entre empresas y países. Asimismo, el uso de los avales para préstamos ha sido relativamente reducido, lo que, si bien refleja, en parte, cierto endurecimiento de las condiciones de financiación, también sugiere que la demanda ha sido baja en la mayoría de los países. No obstante, la escasa utilización de estos avales podría cambiar en el futuro próximo. Además de conceder préstamos con avales públicos, los Gobiernos pueden proporcionar inyecciones de liquidez y préstamos directos. En función de la profundidad y la duración de la crisis generada por el COVID-19 podrían materializarse riesgos derivados de inyecciones de capital adicionales. En general, una mayor vinculación entre emisores soberanos, entidades de crédito y empresas entraña riesgos potenciales.

Las modalidades y la magnitud del apoyo público al sector empresarial seguirán variando en 2021 y posteriormente, en función de la evolución de la pandemia y de las medidas de contención, así como del ritmo de la recuperación económica. Tras el sustancial apoyo fiscal proporcionado en el ámbito nacional durante 2020-2021, la contribución de la UE a la inversión y la recuperación de la economía cobrará una importancia creciente. Los fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia también tienen como finalidad facilitar las transiciones digital y ecológica de las economías europeas. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, la zona del euro se recuperará con fuerza y crecerá un 4,6 % en 2021 y un 4,7 % en 2022. A medida que la recuperación cobre impulso será importante pasar de un apoyo generalizado a un respaldo a los sectores y las empresas cada vez más específico, con el fin de reducir los riesgos asumidos por los Gobiernos, así como la dependencia de las empresas del apoyo oficial. Asimismo, convendrá evitar posibles contagios con origen en desequilibrios sectoriales específicos que puedan estar afectando a entidades de crédito (a través de préstamos o de préstamos dudosos) y que refuercen los potenciales efectos de retroalimentación negativos entre los emisores soberanos y el sector financiero⁴.

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

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

© Banco Central Europeo, 2021

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: 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 21 de julio 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-21-005-ES-N (edición electrónica)