

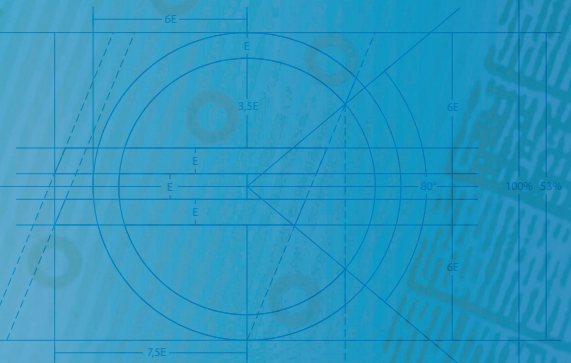


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 1 / 2017



# Índice

<b>Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria</b>	<b>2</b>
<b>Resumen</b>	<b>2</b>
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	9
3 Actividad económica	11
4 Precios y costes	16
5 Dinero y crédito	19
<b>Recuadros</b>	<b>23</b>
1 El crecimiento económico de la zona del euro se está generalizando	23
2 Los ciclos financieros y la macroeconomía	28
3 Ajuste salarial y empleo en Europa: resultados de la encuesta de la Wage Dynamics Network	32
4 El papel de los efectos de comparación de la energía en la evolución de la inflación a corto plazo	39
5 ¿Cuáles han sido los determinantes de la evolución de las expectativas de inflación de la encuesta a expertos en previsión económica?	42
<b>Artículos</b>	<b>46</b>
1 La transmisión a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos durante el período de política monetaria no convencional	46

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

Las decisiones de política monetaria adoptadas en diciembre de 2016 han logrado que se mantengan las condiciones de financiación muy favorables que son necesarias para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Las condiciones de financiación de las empresas y de los hogares siguen beneficiándose de la transmisión de las medidas del BCE. Como se esperaba, la inflación ha aumentado recientemente, debido en gran medida a efectos de base de los precios de la energía, si bien las presiones sobre la inflación subyacente se mantienen contenidas. El Consejo de Gobierno seguirá haciendo abstracción de las variaciones de la inflación medida por el IAPC si considera que son transitorias y que no tienen implicaciones en las perspectivas a medio plazo para la estabilidad de precios.

Los indicadores globales disponibles apuntan a la continuación del moderado repunte del crecimiento de la actividad y del comercio mundiales a finales de 2016. Entre tanto, las condiciones financieras a nivel mundial se han endurecido y las economías emergentes han registrado salidas de capital. La inflación mundial ha aumentado, respaldada por la contribución cada vez menos negativa de los precios de la energía. Los riesgos para las perspectivas de actividad mundial siguen situándose a la baja y están relacionados, en particular, con la incertidumbre política y los desequilibrios financieros.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno del 8 de diciembre de 2016, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se han reducido ligeramente y la curva de tipos *forward* del eonia se ha desplazado a la baja en los plazos medios. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras se han incrementado y los diferenciales de renta fija privada han caído. El tipo de cambio del euro, ponderado por el comercio, se mantuvo prácticamente estable.

La expansión económica de la zona del euro prosigue y se fortalece, impulsada principalmente por la demanda interna. De cara al futuro, se espera que el crecimiento económico continúe afianzándose. La transmisión de las medidas de política monetaria del BCE está sustentando la demanda interna y facilitando el proceso actual de desapalancamiento. Las muy favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad empresarial siguen propiciando la recuperación de la inversión. Asimismo, el aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, respalda el consumo privado a través de incrementos de la renta real disponible de los hogares. Al mismo tiempo, se observan señales de una recuperación mundial algo más sólida. No obstante, se espera que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales

y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados, principalmente, con factores de carácter global.

Según Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,1 % en diciembre de 2016, frente al 0,6 % registrado en noviembre. Este aumento obedeció principalmente a un fuerte incremento de la tasa de variación interanual de los precios de la energía, si bien aún no se observan señales de una clara tendencia al alza de la inflación subyacente. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que la inflación general siga repuntando a corto plazo, debido sobre todo a las variaciones de la tasa de avance interanual de los precios de la energía. No obstante, se espera que los indicadores de la inflación subyacente aumenten de forma más gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, de la recuperación económica esperada y de la correspondiente absorción gradual de la capacidad productiva sin utilizar.

Aunque la evolución del crédito bancario continúa reflejando su desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero, las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014 están apoyando significativamente las condiciones de financiación de las empresas y de los hogares y, con ello, los flujos de crédito en el conjunto de la zona del euro. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2016 muestra que los criterios de aprobación de préstamos a las empresas están, en general, estabilizándose, mientras que la demanda de crédito ha seguido aumentando a un ritmo sólido en todas las categorías de préstamos. Por tanto, el crecimiento de los préstamos al sector privado ha seguido recuperándose paulatinamente. Además, se estima que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras disminuyó ligeramente en diciembre.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 19 de enero de 2017, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno sigue esperando que estos tipos permanezcan en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que el Eurosistema seguirá realizando compras en el marco del programa de compras de activos al ritmo actual de 80 mm de euros mensuales hasta el final de marzo de 2017, y que, a partir de abril, está previsto que las compras netas continúen a un ritmo de 60 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre de 2017, o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. Paralelamente a las compras netas se reinvertirán los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno confirmó que se necesita un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionistas en la

zona del euro aumenten y respalden la inflación a medio plazo. Si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, el Consejo de Gobierno actuará utilizando todos los instrumentos disponibles en su mandato. En particular, si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, el Consejo de Gobierno está preparado para ampliar el volumen y la duración del programa de compras de activos.

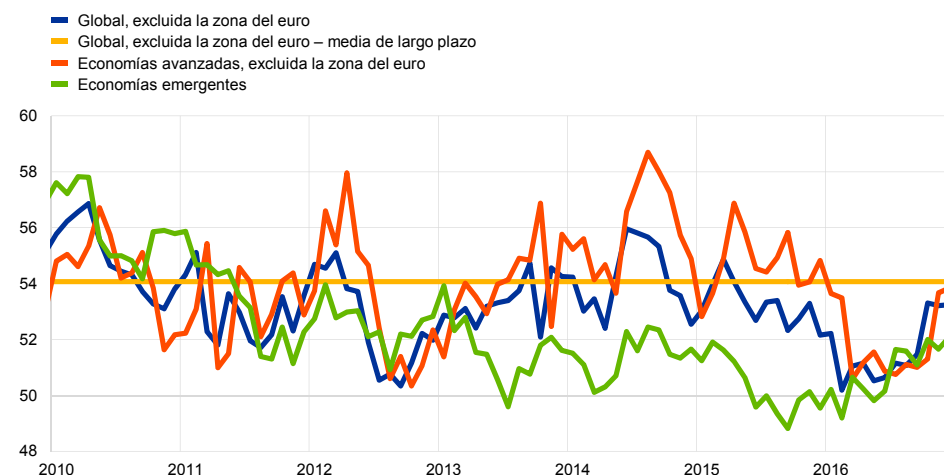
### Las encuestas apuntan a la continuación de la moderada recuperación del crecimiento mundial a finales de 2016.

El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción alcanzó el nivel más elevado registrado en más de un año (gráfico 1), aumentando hasta situarse en 53,3 en el último trimestre de 2016. Los PMI trimestrales se incrementaron en todas las principales economías avanzadas, y los correspondientes a Japón retornaron a una senda expansiva. Estos índices aumentaron en China y en Rusia, mientras que el PMI de la India experimentó un acusado descenso como consecuencia de los efectos negativos derivados de la decisión adoptada recientemente por el Gobierno de que algunos billetes dejen de tener curso legal. En Brasil, los indicadores de opinión se mantuvieron en niveles muy bajos.

#### Gráfico 1

##### Índice PMI compuesto global de producción

(índice de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2016.

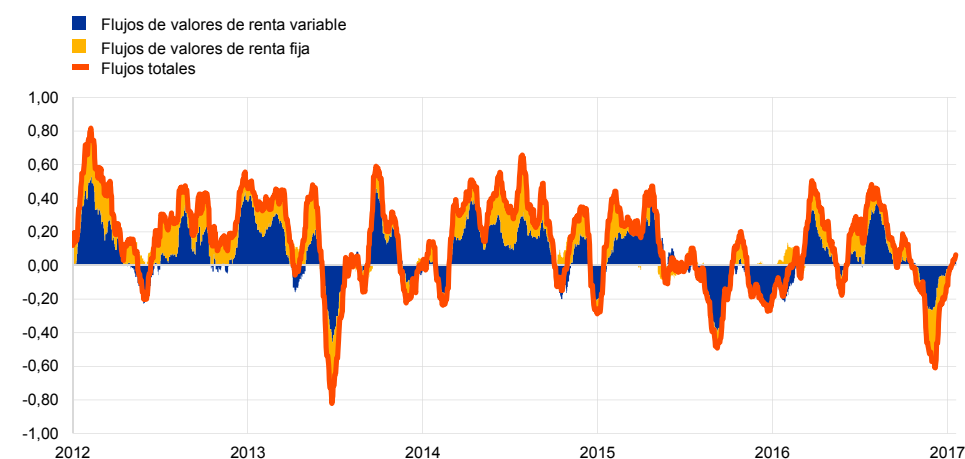
**Las condiciones financieras a nivel mundial se han endurecido.** Los rendimientos de los valores de renta fija se han incrementado en Estados Unidos y en todo el mundo en los últimos meses. El endurecimiento de las condiciones financieras ha sido consecuencia, en cierta medida, de las medidas adoptadas por el banco central en Estados Unidos. En diciembre de 2016, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió aumentar 25 puntos básicos, de 0,5 % a 0,75 %, la banda objetivo para el tipo de interés de referencia de los fondos federales. En un contexto de condiciones financieras más restrictivas, algunas economías emergentes tuvieron que hacer frente a presiones considerables en forma de salidas de capital a finales de 2016 (véase gráfico 2). México y Turquía se vieron particularmente afectadas, con una notable depreciación de sus monedas y un acusado aumento de los tipos de interés. En Turquía, la evolución mundial se vio amplificadas por la incertidumbre política y las vulnerabilidades macroeconómicas

internas. En China también se observaron sustanciales salidas de capital y una reducción de sus reservas exteriores. En cambio, en Rusia, el rublo se apreció y las cotizaciones bursátiles experimentaron una fuerte subida, principalmente como resultado de la recuperación de los precios del petróleo.

## Gráfico 2

### Flujos de capital de las economías emergentes

(mm de dólares, media móvil de 28 días)



Fuente: Institute of International Finance.

Notas: La última observación corresponde al 18 de enero de 2017. Los valores positivos corresponden a entradas de capital, mientras que los valores negativos se refieren a salidas de capital. La muestra de economías emergentes incluye Indonesia, India, Corea, Tailandia, Sudáfrica, Brasil, Filipinas y Turquía.

**El comercio mundial se mantuvo en una senda de moderada recuperación hacia el final del año.** El crecimiento del comercio mundial permaneció en terreno positivo por cuarta vez consecutiva en octubre, mes en que las importaciones mundiales de bienes en términos reales aumentaron un 0,8 % (en tasa intertrimestral), tras la debilidad observada en el primer semestre de 2016. Los indicadores adelantados también confirman esta tendencia positiva. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores alcanzó su nivel más elevado en más de dos años y se situó en 51,4 en diciembre.

**La inflación mundial continuó aumentando en noviembre, respaldada por la contribución cada vez menos negativa de los precios de la energía.** En los países pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo repuntó hasta situarse en el 1,4 % en noviembre, la tasa más elevada en dos años. En estos países, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se estabilizó en el 1,7 %. Se espera que la desaparición de los efectos de base derivados de las anteriores caídas de los precios de las materias primas contribuya a un nuevo aumento de la inflación general en los próximos meses, aunque la existencia de capacidad productiva sin utilizar seguirá afectando a la inflación mundial.

**El precio del barril de Brent se mantuvo dentro de una horquilla de entre 52 y 56 dólares estadounidenses tras el anuncio de la OPEP de introducir recortes**

**en la producción.** Los precios del petróleo se vieron favorecidos por la decisión adoptada el 30 de noviembre por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de recortar la producción en 1,2 millones de barriles diarios a partir de enero de 2017 y recibieron un impulso adicional con el acuerdo alcanzado el 12 de diciembre por los países productores no pertenecientes a la OPEP de reducir la producción en 0,6 millones de barriles diarios. En horizontes superiores a seis meses, las expectativas de los mercados han seguido sin verse apenas afectadas por la decisión de la OPEP, lo que apunta a que no ha alterado los fundamentos del mercado del petróleo. La oferta mundial de crudo alcanzó un total de 98,2 millones de barriles diarios en noviembre, un máximo histórico, ya que las reducciones de la producción de países que no son miembros de la OPEP se vieron contrarrestadas por el aumento de la producción de los países pertenecientes a esta organización. Se espera que el incremento de la demanda de petróleo continuará en el cuarto trimestre de 2016 (en 1,3 millones de barriles diarios en comparación con un año antes), debido, en parte, a las revisiones al alza del consumo en China. Los precios de las materias primas no energéticas han subido marginalmente desde mediados de diciembre, fundamentalmente como consecuencia de un aumento sustancial de los precios del mineral de hierro y del cobre, relacionado con una demanda de metales mayor que la esperada en China y con algunas perturbaciones de oferta.

**En Estados Unidos, la actividad económica es vigorosa, pese a una incertidumbre política significativa.** El PIB real creció a una tasa anualizada del 3,5 % en el tercer trimestre de 2016, sustentado fundamentalmente en el gasto en consumo, en la demanda exterior neta y en un cambio en la contribución de las existencias. Los indicadores recientes sugieren que la vigorosa expansión continuó en el último trimestre de 2016, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre precedente. Pese a la incertidumbre política —ya que solo se han conocido unos pocos detalles de los cambios de política de la nueva Administración—, las encuestas de confianza publicadas después de las elecciones señalan unas perspectivas favorables en el corto plazo. Las tensiones en el mercado de trabajo siguieron acrecentándose y en los tres meses transcurridos hasta diciembre se registraron aumentos mensuales de 165.000 empleos, en promedio, en el sector no agrícola. Esto contribuyó a una nueva aceleración de las subidas salariales, y el crecimiento interanual de las ganancias medias por hora se incrementó hasta el 2,9 %. En diciembre, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en Estados Unidos aumentó hasta situarse en el 2,1 %, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de la gasolina, mientras que el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se incrementó hasta el 2,2 %.

**En Japón, el crecimiento económico sigue siendo modesto.** El PIB real de este país avanzó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2016, ya que tanto el crecimiento de la demanda interna como la demanda exterior neta continuaron siendo moderados. Los datos más recientes sugieren un repunte de las exportaciones reales y de la producción industrial hacia finales del año, mientras que el dinamismo del consumo privado siguió siendo débil, y las encuestas señalan que las empresas mantienen la cautela en lo que respecta a las perspectivas. Pese a las tensiones observadas en el mercado de trabajo, como puso de manifiesto el hecho de que la tasa de paro permaneciera en el 3 % en octubre, el crecimiento interanual



de los salarios reales se mantuvo estancado ese mes. La inflación medida por el IPC aumentó de nuevo en noviembre, con una tasa interanual del 0,5 %. Al mismo tiempo, el avance interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos y la energía, el indicador de la inflación subyacente más utilizado por el Banco de Japón, se desaceleró hasta situarse en el 0,2 %.

**En el Reino Unido, los indicadores recientes apuntan a nuevos signos de capacidad de resistencia de la economía en un entorno de aumento considerable de la inflación.** En el tercer trimestre de 2016, el PIB real se incrementó un 0,6 % en tasa intertrimestral, desafiando las expectativas de brusca desaceleración en el período inmediatamente posterior al referéndum del Reino Unido sobre la pertenencia a la UE. Los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica siguió mostrando capacidad de resistencia en el último trimestre del año. La inflación interanual medida por el IPC se aceleró hasta situarse en el 1,6 % en diciembre de 2016, en parte impulsada por los precios de la energía. El impacto del debilitamiento de la libra esterlina también es cada vez más evidente en las primeras fases del proceso de determinación de precios, como muestran los acusados aumentos de los precios de importación y de los de producción en los últimos meses.

**En China, el crecimiento económico se ha estabilizado.** Los datos más recientes son acordes con una estabilización del crecimiento del PIB real, tras aumentar hasta el 6,7 %, en tasa interanual, en el tercer trimestre. Los datos relativos a noviembre muestran un crecimiento estable, en general, de la producción industrial, con un repunte de la actividad de las empresas públicas. La inversión en activos fijos también se ha estabilizado, mientras que los PMI han mostrado una tendencia al alza desde mediados de año. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 2,1 % en diciembre, frente al 2,3 % de noviembre. La inflación medida por el IPC excluidos la energía y los alimentos se mantuvo sin cambios en el 1,9 %. Mientras, la tasa de variación interanual de los precios de producción ha repuntado con fuerza y en diciembre se aceleró hasta el 5,5 %, la más alta registrada desde septiembre de 2011, ya que los precios de los productos mineros y los de la energía aumentaron considerablemente.

## 2 Evolución financiera

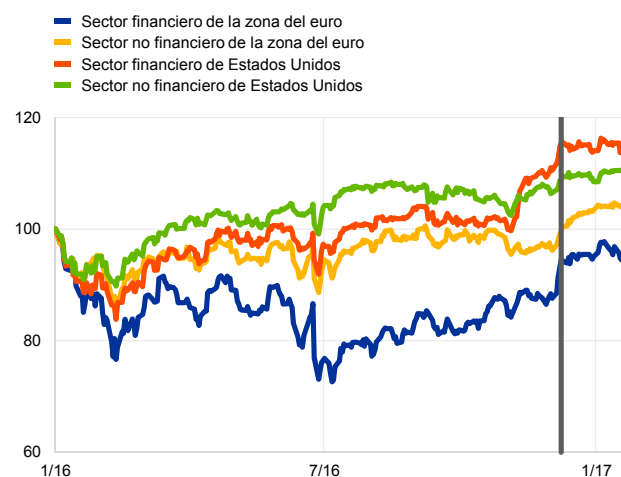
### Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han disminuido ligeramente desde principios de diciembre.

Durante el período de referencia (del 8 de diciembre de 2016 al 18 de enero de 2017), los tipos de interés de la deuda soberana a diez años de la zona del euro descendieron en torno a 5 puntos básicos. Los diferenciales con respecto al bono alemán a diez años se mantuvieron prácticamente estables en la mayoría de los países, excepto en Grecia, donde se ampliaron en 48 puntos básicos.

### Gráfico 3

#### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2016 = 100)



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Datos diarios. La línea vertical negra se refiere al comienzo del período de referencia (8 de diciembre de 2016). La última observación corresponde al 18 de enero de 2017.

### Los precios de las acciones de la zona del euro han aumentado desde principios de diciembre.

Al final del período considerado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro eran alrededor de un 4 % más elevados que al comienzo de él. Las cotizaciones del sector financiero cayeron ligeramente, pero, si se considera un horizonte temporal más largo, actualmente se encuentran en torno a un 30 % por encima de los mínimos registrados tras el resultado del referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la UE (véase gráfico 3). Durante el período de referencia, los precios de las acciones de las sociedades no financieras también se incrementaron en Estados Unidos, el Reino Unido y Japón, en concreto, alrededor de un 2 %, un 6 % y un 1 %, respectivamente. Los precios de las acciones del sector financiero tuvieron un comportamiento peor que el de las sociedades no financieras en las tres áreas económicas. Las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles disminuyeron ligeramente en la zona del euro y se

mantienen muy por debajo de las medias históricas.

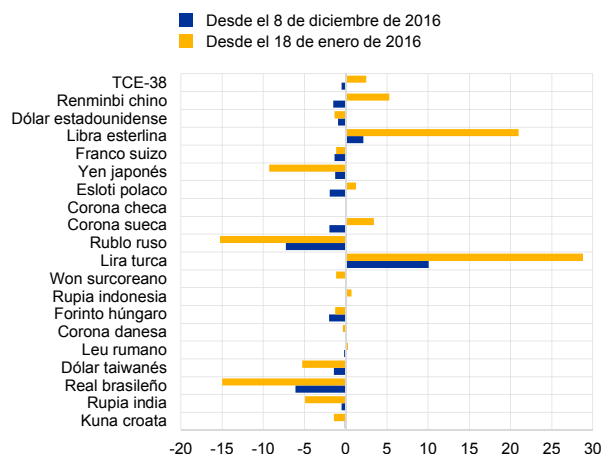
### Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras cayeron durante el período considerado.

El 18 de enero, los diferenciales de los valores de renta fija de sociedades no financieras con calificación de grado de inversión se contrajeron alrededor de 3 puntos básicos con respecto a diciembre y 45 puntos básicos con respecto a marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero y por las sociedades no financieras con calificación inferior al grado de inversión (cuya adquisición no es admisible en el marco del CSPP) también se redujeron durante el período de referencia, en 3 y en 19 puntos básicos, respectivamente.

#### Gráfico 4

#### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo estable en torno a -35 puntos básicos en el período considerado, salvo por un pequeño incremento observado al final del año.** Durante el período

considerado, el exceso de liquidez aumentó alrededor de 80 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.265 mm de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compra de activos. El incremento del exceso de liquidez también reflejó la participación en la tercera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II).

**La curva de tipos *forward* del eonia se aplanó ligeramente.** Durante el período de referencia, la curva de tipos *forward*

del eonia registró un movimiento a la baja de alrededor de 5 puntos básicos en los plazos medios. Este desplazamiento a la baja fue marginal en los vencimientos inferiores a dos años, y la curva se mantiene por debajo de cero en los vencimientos anteriores a 2021.

**En los mercados de divisas, el euro se mantuvo prácticamente estable en cifras ponderadas por el comercio.** En términos bilaterales, desde el 8 de diciembre, el

euro se apreció un 2,2 % frente a la libra esterlina, en un entorno de mayor incertidumbre ante las perspectivas de que el Reino Unido abandone la Unión Europea. El euro se depreció frente a otras monedas principales de las economías avanzadas, como el dólar estadounidense (un 0,9 %), el yen japonés (un 1,3 %) y el franco suizo (un 1,4 %). También se depreció frente a la mayor parte de las monedas de las economías emergentes, entre ellas, el renminbi chino (un 1,5 %), así como frente a las monedas de otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro (véase gráfico 4).

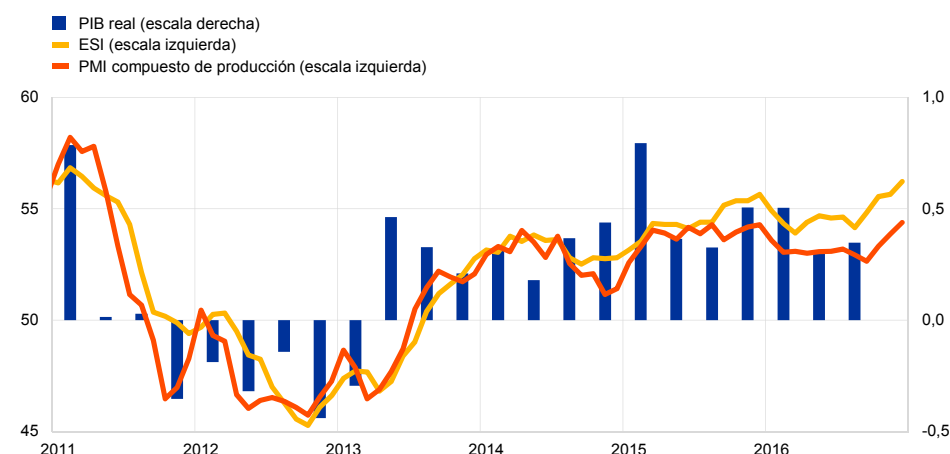
### 3 Actividad económica

**La expansión económica de la zona del euro prosigue y se fortalece, impulsada principalmente por la demanda interna.** Además, el crecimiento se ha generalizado en todos los sectores y, más recientemente, también en todos los países (véase recuadro 1). El PIB real se incrementó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2016, como resultado de la contribución positiva de la demanda interna y, en menor medida, de la variación de existencias (véase gráfico 5). Al mismo tiempo, la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento del PIB en el tercer trimestre. Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, han seguido mostrando una cierta capacidad de resistencia y apuntan a un crecimiento ligeramente más intenso en el cuarto trimestre.

#### Gráfico 5

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

(tasa de crecimiento intertrimestral; índice, índice de difusión)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El ESI se estandariza con la media y la desviación típica del PMI. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016 para el PIB real y a diciembre de 2016 para el ESI y el índice PMI.

**El gasto en consumo, principal factor impulsor de la recuperación actual, siguió contribuyendo positivamente al avance del PIB en el tercer trimestre de 2016.** El crecimiento del consumo privado se situó en el 0,3 %, en tasa intertrimestral, solo ligeramente por encima de la registrada en el segundo trimestre. Este resultado relativamente modesto, al menos cuando se compara con la evolución de 2015 y comienzos de 2016, puede reflejar, en parte, un aumento de la incertidumbre como resultado del referéndum en el Reino Unido y de los ataques terroristas, así como la subida de los precios del petróleo a lo largo de 2016. En términos interanuales, el consumo creció un 1,6 % en el tercer trimestre, frente al 1,7 % del segundo. Esta ligera moderación fue reflejo de una desaceleración más acusada del crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares, que se redujo del 2,5 % registrado en el segundo trimestre al 1,7 % en el tercero. El crecimiento de la renta,

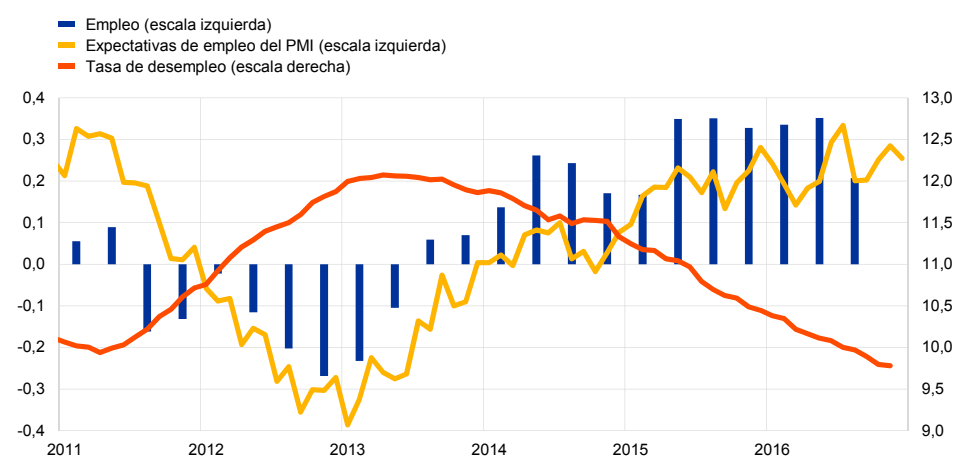
pese a su descenso más reciente, sigue siendo elevado desde una perspectiva histórica. En efecto, durante la recuperación actual el gasto en consumo se ha visto favorecido por el incremento de la renta real disponible de los hogares, que ha sido consecuencia, fundamentalmente, del crecimiento del empleo y de los bajos precios del petróleo.

**Los mercados de trabajo de la zona del euro han seguido mejorando y, por tanto, respaldando el consumo.** En el tercer trimestre de 2016, el empleo experimentó un crecimiento adicional del 0,2 %, en tasa intertrimestral, lo que se tradujo en un incremento interanual del 1,2 %. Desde el segundo trimestre de 2013, cuando el empleo empezó a recuperarse, el número de personas ocupadas ha aumentado un 3,1 % en términos acumulados. La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo sin cambios en el 9,8 % en noviembre de 2016, es decir, 2,3 puntos porcentuales por debajo del máximo registrado después de la crisis en abril de 2013 (véase gráfico 6). Este descenso ha sido generalizado en ambos sexos y en los distintos grupos de edad. El número de parados de larga duración (las personas que llevan al menos 12 meses en situación de desempleo) sigue situándose ligeramente por encima del 5 % de la población activa.

### Gráfico 6

#### Empleo, expectativas de empleo del PMI y desempleo en la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral; índice de difusión, porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016 para el empleo, diciembre de 2016 para el índice PMI y noviembre de 2016 para el desempleo.

**De cara al futuro, el crecimiento del consumo debería fortalecerse.** Tras haber empeorado en el tercer trimestre de 2016, la confianza de los consumidores mejoró significativamente en el cuarto trimestre y, como resultado, se sitúa muy por encima de su media a largo plazo. Además, los datos sobre comercio minorista (hasta noviembre de 2016) y las matriculaciones de automóviles (para el cuarto trimestre) están en consonancia con el crecimiento positivo del gasto en consumo en el cuarto trimestre, posiblemente a un ritmo algo mayor que en el tercero. Por otra parte, el crecimiento adicional del empleo, como sugieren los indicadores de opinión más recientes, también debería continuar respaldando el gasto en consumo. Por último, las restricciones presupuestarias de los hogares se han reducido, como muestra la

disminución de la ratio deuda-renta. Esta evolución debería añadir solidez al crecimiento total del consumo.

**La actividad inversora se ralentizó en el tercer trimestre, tras un resultado bastante positivo en el segundo trimestre.** Según la segunda estimación de Eurostat de las cuentas nacionales de la zona del euro para el tercer trimestre de 2016, publicada el 6 de diciembre de 2016, la inversión total registró un avance del 0,2 %, en tasa intertrimestral, como consecuencia de un aumento de la inversión en construcción, que se vio contrarrestado, en parte, por un descenso de la inversión, excluida la construcción. La caída de la inversión, excluida la construcción, en el tercer trimestre se debió a una contracción de la inversión en material de transporte, que puede considerarse, en parte, una reversión tras el crecimiento favorable observado en el segundo trimestre. La inversión en otros bienes de equipo se mantuvo prácticamente sin cambios en el tercer trimestre, mientras que la inversión en productos de propiedad intelectual registró un crecimiento positivo. Al mismo tiempo, la mejora de la inversión en construcción reflejó, principalmente, el crecimiento de la inversión residencial. La evolución más reciente de la inversión en construcción tiende a confirmar la recuperación del sector.

**En el cuarto trimestre de 2016, la información disponible sugiere que la inversión empresarial se recuperó, mientras que la inversión en construcción aumentó a un ritmo ligeramente más lento que en el tercer trimestre.** El alza de la producción industrial de bienes de equipo en octubre y noviembre sugiere un crecimiento más sólido de la inversión empresarial en el cuarto trimestre. Además, la confianza en el sector de bienes de equipo fue, en promedio, más elevada en el cuarto trimestre que en el tercero, y la valoración de las carteras de pedidos mejoró tanto en general como en lo que se refiere a los pedidos exteriores. Por lo que respecta a la inversión en construcción, los datos sobre producción de la producción apuntan a un crecimiento positivo en el cuarto trimestre de 2016, aunque menos acusado que en el tercer trimestre. Por otra parte, los indicadores de opinión sobre la situación de la demanda y la valoración de la cartera de pedidos, así como la concesión de visados de obra nueva, siguen en línea con una recuperación sostenida en el corto plazo.

**Se espera que la recuperación de la inversión continúe más allá del corto plazo.** Es probable que las muy favorables condiciones de financiación, las necesidades de reposición y la mejora de los beneficios respalden la inversión empresarial. En el recuadro 2 se analiza el impacto de los ciclos financieros sobre el producto potencial, así como otras medidas relacionadas. Por lo que respecta a la inversión en construcción, factores como el aumento de la renta disponible de los hogares y la mejora de las condiciones de concesión de crédito deberían sostener la demanda en este sector. Los riesgos a la baja para la inversión empresarial están relacionados con factores geopolíticos, incluida la incertidumbre en torno al Brexit y a la política comercial de Estados Unidos.

**Los datos sobre el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro indican una ligera mejora del dinamismo de las exportaciones en el cuarto trimestre.** Mientras que las exportaciones totales de la zona del euro registraron un descenso en el tercer trimestre, debido principalmente a la debilidad

de las exportaciones de bienes, las cifras de comercio, en términos mensuales, correspondientes a octubre y noviembre sugieren que el crecimiento de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se incrementó levemente en el cuarto trimestre. Este ligero repunte se basó en la demanda procedente de las economías emergentes y de las economías avanzadas. Por lo que respecta a las economías emergentes, el crecimiento de las exportaciones a China se aceleró, y las exportaciones destinadas a Rusia y América Latina registraron un crecimiento positivo. En cuanto a las economías avanzadas, las exportaciones a Estados Unidos permanecieron prácticamente estables, y es probable que hayan aumentado las destinadas a países europeos no pertenecientes a la zona del euro.

**Se prevé que las exportaciones de la zona del euro se recuperen gradualmente en consonancia con el comercio mundial.** Los indicadores de opinión señalan mejoras en la demanda exterior y en los nuevos pedidos exteriores. Asimismo, la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro desde el tercer trimestre de 2016 debería proporcionar ciertas ganancias de competitividad a los exportadores de la zona del euro. Sin embargo, cualquier aparición de tendencias proteccionistas a escala mundial podría suponer riesgos a la baja para las perspectivas de la demanda exterior a largo plazo.

**Resumiendo, los indicadores económicos más recientes son, en general, compatibles con un crecimiento en el último trimestre de 2016 algo más intenso que en el tercer trimestre.** La producción industrial (excluida la construcción) se situó, en promedio, en octubre y noviembre un 1 % por encima del nivel registrado en el tercer trimestre, cuando la producción se elevó un 0,5 %, en tasa intertrimestral. Los indicadores de opinión más recientes también apuntan a un aumento moderado del crecimiento en el corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 53,8 en el cuarto trimestre de 2016, frente a 52,9 en el tercero, mientras que el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea pasó de 104,3 en el tercer trimestre a 106,9 (véase gráfico 5). Por consiguiente, tanto el ESI como el PMI se mantienen por encima de sus respectivas medias a largo plazo.

**De cara al futuro se espera que la expansión económica siga afianzándose.** La transmisión de las medidas de política monetaria está favoreciendo la demanda interna y facilitando el proceso de desapalancamiento actual. Las muy favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan propiciando la recuperación de la inversión. Asimismo, el aumento sostenido del empleo, que también es consecuencia de las reformas estructurales realizadas en el pasado, respalda el consumo privado a través de incrementos de la renta real disponible de los hogares. Al mismo tiempo, se observan señales de una recuperación mundial algo más intensa. No obstante, se prevé que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados, principalmente, con factores de carácter global. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a primeros de enero, muestran que las previsiones

de crecimiento del PIB en el sector privado solo fueron revisadas ligeramente con respecto a las de la ronda anterior llevada a cabo a comienzos de octubre, lo que apunta a un crecimiento cercano al 1,5 % durante el período comprendido entre 2017 y 2019.



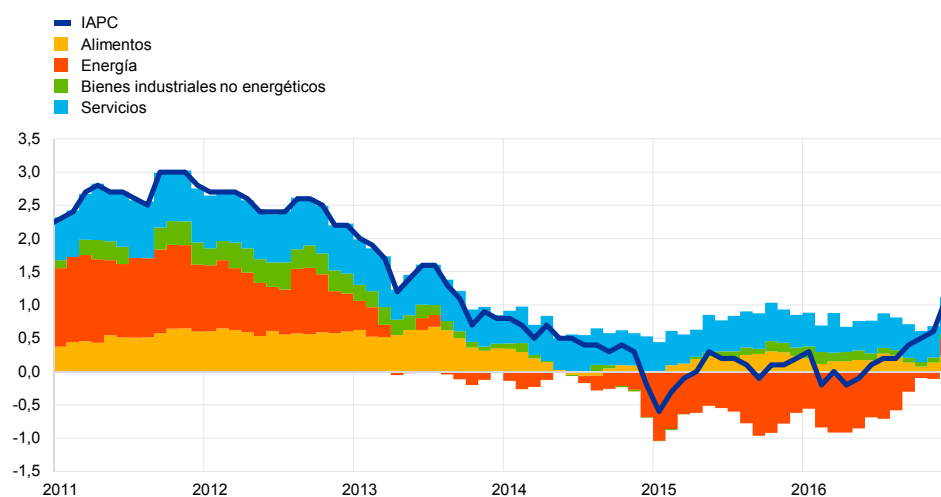
## 4 Precios y costes

**La inflación general aumentó notablemente en diciembre de 2016.** La inflación medida por el IAPC se incrementó hasta el 1,1 % en diciembre, desde el 0,6 % registrado en noviembre (véase gráfico 7). Este incremento estuvo impulsado, en particular, por una inflación de los precios de la energía mucho más elevada, que continuó desempeñando un papel predominante en la recuperación de la inflación general desde el mínimo del -0,2 % registrado en abril de 2016. Gran parte del aumento de la tasa de variación de los precios de la energía puede deberse a unos efectos de comparación al alza considerables, que también afectarán a la inflación a principios de 2017 (véase recuadro 4).

### Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2016.

### La inflación subyacente no mostró señales de una clara tendencia al alza.

La tasa interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, fue del 0,9 % en diciembre, tras situarse en el 0,8 % durante los cuatro meses transcurridos hasta noviembre. Los datos disponibles a escala nacional indican que el repunte observado en diciembre fue, principalmente, el resultado de un aumento del componente volátil relacionado con turismo y viajes. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantiene muy por debajo de su media de largo plazo del 1,5 %. Además, tampoco otros indicadores indican un repunte de las presiones inflacionistas subyacentes, lo que puede reflejar, en parte, los efectos indirectos a la baja retardados de los bajos precios del petróleo anteriores, pero también, y más importante, la persistencia de débiles presiones internas sobre los costes.

### **Las presiones latentes sobre los precios continuaron siendo débiles.**

La tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio fue del -0,9 % en noviembre, frente al -0,5 % de octubre, mientras que la correspondiente inflación de los precios industriales permaneció invariable en el 0,2 % en noviembre. Hasta el momento, las presiones al alza relacionadas con el aumento de la utilización de la capacidad productiva y el impacto retardado de la anterior depreciación del tipo de cambio parecen haber sido contrarrestadas por presiones a la baja asociadas al desfase en la transmisión del descenso de los precios de las materias primas y presiones desinflacionistas globales más generales.

### **El crecimiento salarial en la zona del euro aumentó ligeramente, aunque partía de un nivel reducido.**

El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado registró un cierto aumento, hasta situarse en el 1,3 % en el tercer trimestre de 2016, frente al 1,1 % registrado en el trimestre anterior, aunque sigue siendo moderado en términos históricos. Entre los factores que pueden estar afectando al avance de los salarios se incluyen el grado de holgura del mercado de trabajo, que aún es significativo, el débil crecimiento de la productividad y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis. Asimismo, el entorno de baja inflación de los últimos años ha contribuido a un menor crecimiento salarial debido a los mecanismos de indexación formales e informales.

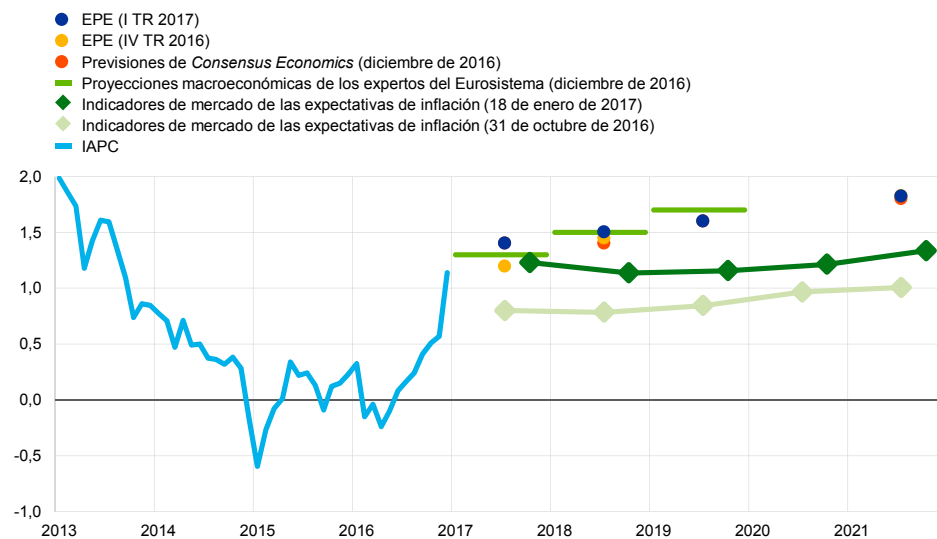
### **Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a más largo plazo volvieron a aumentar y se redujo la diferencia con respecto a los indicadores de opinión, que eran más elevados.**

Desde principios de diciembre, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación han seguido recuperándose en todos los horizontes, continuando una tendencia que comenzó en la segunda mitad de 2016. La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se incrementó desde el 1,70 % registrado a principios de diciembre hasta el 1,73 % de mediados de enero. Esta subida refleja, principalmente, un incremento de la prima de riesgo de inflación. La última encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, realizada en enero, muestra que las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro siguen manteniéndose prácticamente estables en torno al 1,8 %. Las expectativas de inflación a corto plazo se revisaron ligeramente al alza (véase gráfico 8), debido, probablemente, a la evolución de los precios del petróleo (véase también recuadro 5).

## Gráfico 8

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, Thomson Reuters, *Consensus Economics*, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y cálculos del BCE.

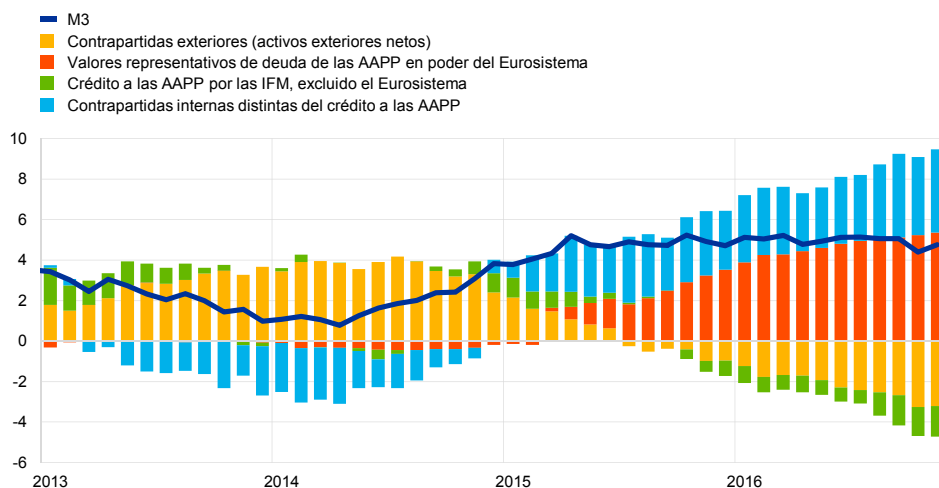
Nota: Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se refieren a los tipos *forward* a un año obtenidos de los *swaps* cupón cero de inflación medida por el IAPCx (IAPC de la zona del euro excluido el tabaco) y ajustados por un desfase de indexación de tres meses. Las últimas observaciones corresponden al 18 de enero de 2017.

## 5 Dinero y crédito

**El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido.** La tasa de crecimiento interanual de M3 repuntó en noviembre hasta el 4,8 %, desde el 4,4 % observado en octubre, después de haber permanecido en torno al 5 % desde abril de 2015 (véanse gráficos 9 y 10). El crecimiento de M3 volvió a verse impulsado por los componentes más líquidos, dado el bajo coste de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y un perfil plano de la curva de rendimientos. Tras registrar una serie de desaceleraciones con respecto al máximo alcanzado en julio de 2015, el crecimiento interanual de M1 se elevó hasta situarse en el 8,7 % en noviembre, frente al 8 % de octubre.

### Gráfico 9 M3 y sus contrapartidas

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Notas: «Contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP» incluye los pasivos financieros a más largo plazo (incluidos capital y reservas) de las IFM, el crédito al sector privado por parte de las IFM y otras contrapartidas. La última observación corresponde a noviembre de 2016.

### Las fuentes internas de creación de dinero fueron de nuevo el factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.

Las compras de valores representativos de deuda en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) continuaron teniendo un considerable impacto positivo en el crecimiento de M3 (véanse las barras naranjas del gráfico 9). En cambio, la contribución del crédito a las AAPP concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM), excluido el Eurosistema, se mantuvo negativa (véanse las barras verdes del gráfico 9).

### Las contrapartidas internas distintas del crédito a las Administraciones Públicas tuvieron también un impacto positivo en el crecimiento de M3 (véanse las barras azules del gráfico 9).

Por una parte, esto refleja la recuperación gradual del crecimiento del crédito al sector privado. Por otra parte, la tasa de variación interanual significativamente negativa de los pasivos financieros a más largo plazo

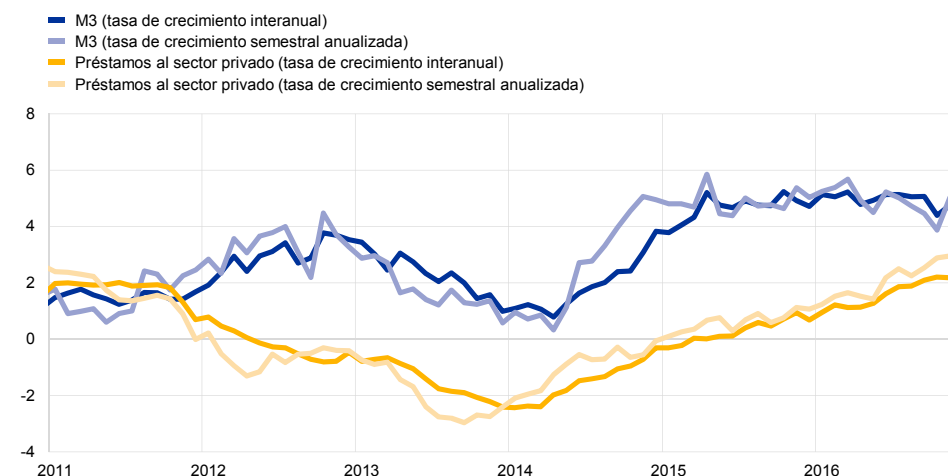
(excluidos capital y reservas) de las IFM siguió sustentando el crecimiento de M3. Esta evolución se debe, en parte, al perfil plano de la curva de rendimientos, que está asociado a las medidas de política monetaria del BCE y que ha hecho que a los inversores les resulte menos atractivo mantener depósitos a largo plazo y bonos bancarios. La disponibilidad de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados también influyó.

**La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM continuó siendo un lastre para el crecimiento interanual de M3 (véanse las barras amarillas del gráfico 9).** Esta evolución refleja las salidas continuadas de capital de la zona del euro. Las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP contribuyen notablemente a esta tendencia, ya que los ingresos de estas ventas se invierten, sobre todo, en instrumentos fuera de la zona del euro.

**El crecimiento del crédito continuó recuperándose gradualmente.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado [ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*)] fue estable en noviembre (véase gráfico 10), mientras que el crecimiento interanual tanto de los préstamos a las sociedades no financieras como de los préstamos a hogares aumentó moderadamente. La recuperación del crecimiento del crédito estuvo respaldada por las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas desde el verano de 2014 (debido, principalmente, a las medidas de política monetaria del BCE) y por el incremento de la demanda de préstamos bancarios. Al mismo tiempo, el saneamiento de los balances de los sectores financiero y no financiero y la necesidad de ajustar los modelos de negocio de las entidades de crédito en algunos países siguen lastrando el crecimiento del crédito.

**Gráfico 10**  
M3 y préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual y tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería. La última observación corresponde a noviembre de 2016.

**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2017**

**indica que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamo en el cuarto trimestre de 2016.** Los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a

empresas y a hogares para adquisición de vivienda se están estabilizando en gran medida. El aumento de la demanda de préstamos estuvo impulsado por una variedad de factores, en particular, el bajo nivel general de los tipos de interés, el aumento de las fusiones y adquisiciones y la refinanciación de la deuda, las favorables perspectivas del mercado de la vivienda y la mejora de la confianza de los consumidores. Las TLTRO siguieron propiciando la suavización de las condiciones de crédito y, en la segunda mitad de 2016, también aumentó la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos. Las entidades de crédito indicaron que habían participado en la tercera operación TLTRO-II en diciembre motivadas, casi exclusivamente, por razones de rentabilidad. Asimismo, en lo que respecta al uso de los fondos obtenidos de las TLTRO anteriores, las entidades de crédito siguen señalando que las utilizan para conceder préstamos, especialmente a empresas. En el segundo semestre de 2016, las entidades de crédito también siguieron respondiendo a los cambios en materia de regulación y supervisión reforzando en mayor medida sus posiciones de capital y reduciendo sus activos ponderados por riesgo.

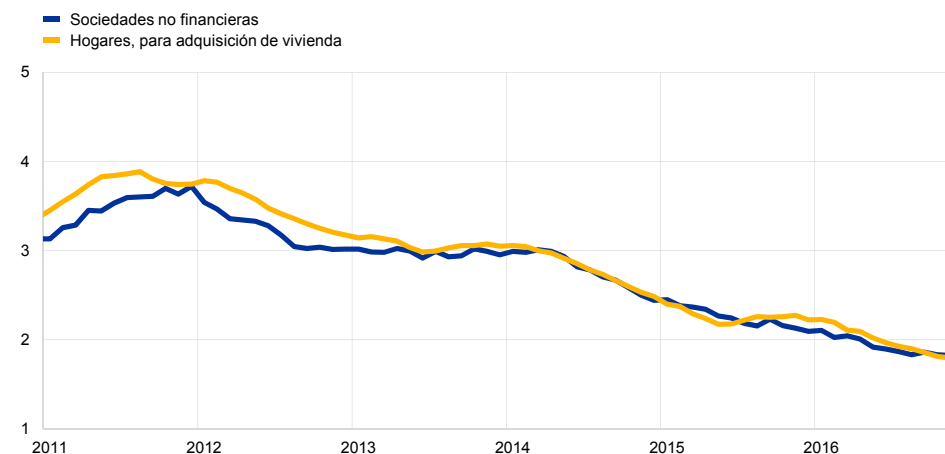
**Los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares se estabilizaron en sus mínimos históricos en noviembre (véase gráfico 11).** Entre mayo de 2014 y noviembre de 2016, los tipos

de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro cayeron en torno a 110 puntos básicos. Estos tipos sintéticos han disminuido considerablemente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. El descenso de los tipos de interés de los préstamos bancarios durante este período fue más pronunciado en los países vulnerables de la zona del euro que en otros países de la zona, lo que indica una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés del crédito bancario. En ese mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro siguió una trayectoria descendente. En general, esto indica que las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos.

### Gráfico 11

#### Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los 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. La última observación corresponde a noviembre de 2016.

**La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras continuó siendo elevada en el cuarto trimestre de 2016, aunque se moderó en diciembre.** Los datos del BCE más recientes muestran que la actividad emisora mantuvo su dinamismo en octubre y en noviembre. La emisión siguió estando respaldada, entre otros factores, por las compras de bonos corporativos por parte del BCE. Los datos preliminares sugieren que la actividad emisora se moderó en diciembre debido al incremento de los rendimientos a escala mundial y a factores estacionales. La emisión de acciones cotizadas por parte de sociedades no financieras creció de forma significativa en el cuarto trimestre.

**Se estima que los costes de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro han seguido siendo favorables en diciembre.** Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras se redujo ligeramente en diciembre de 2016 y volvió al mínimo histórico registrado en julio, tras haber permanecido prácticamente estable en octubre y en noviembre. La caída del coste total de la financiación en diciembre se debe íntegramente al descenso del coste de la financiación mediante acciones. Dicho descenso tuvo su origen en un incremento de los beneficios esperados y en una reducción de la prima de riesgo de las acciones. El coste de la financiación mediante valores de renta fija ha mostrado señales de un posible giro en los últimos meses, tras el incremento de los rendimientos a escala mundial.

# Recuadros

## 1 El crecimiento económico de la zona del euro se está generalizando

### **El crecimiento económico de la zona del euro se ha generalizado desde 2013.**

El producto de la zona ha crecido durante casi cuatro años, desde que se inició la recuperación en el segundo trimestre de 2013. Aunque la recuperación ha sido gradual y moderada, la evidencia muestra que se está generalizando y volviendo más sólida, tanto en términos de países como de sectores. Esto es una buena señal para el avance del crecimiento económico, ya que las expansiones económicas tienden a ser más intensas y resistentes cuando el crecimiento se generaliza. Esta evolución muestra un marcado contraste con la breve recuperación registrada en 2009-2010, cuando el crecimiento fue relativamente desigual.

**La expansión económica se está extendiendo a un número creciente de sectores y países de la zona del euro.** En el gráfico A se utilizan datos de valor añadido para nueve de los principales sectores económicos (excluida la agricultura) de 18 países de la zona (excluida Malta), es decir, 162 pares de países-sectores. El área amarilla del gráfico A muestra la distribución porcentual de todos los pares países-sectores con un crecimiento interanual positivo<sup>1</sup>. Esta medida trata de recoger la amplitud de la recuperación, ya que se da la misma ponderación a países y sectores grandes y pequeños. La medida ha aumentado de forma sostenida desde 2013, y en el tercer trimestre de 2016 se situaba por encima del 80 %, porcentaje muy superior a la media del 73 % correspondiente al período comprendido entre 1996 y 2006 y al nivel observado durante la recuperación de 2009-2010.

---

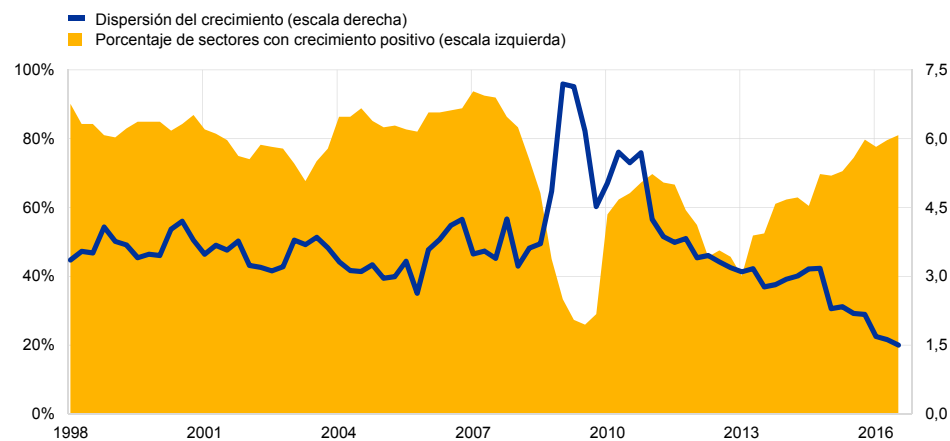
<sup>1</sup> Un valor del 100 % indicaría que todos los sectores de todos los países señalan un crecimiento positivo, mientras que un valor de 0 % indicaría una menor actividad en todos los sectores de todos los países.



## Gráfico A

### Porcentaje de sectores con crecimiento positivo y dispersión del crecimiento del valor añadido entre países y sectores

(porcentajes; puntos porcentuales)



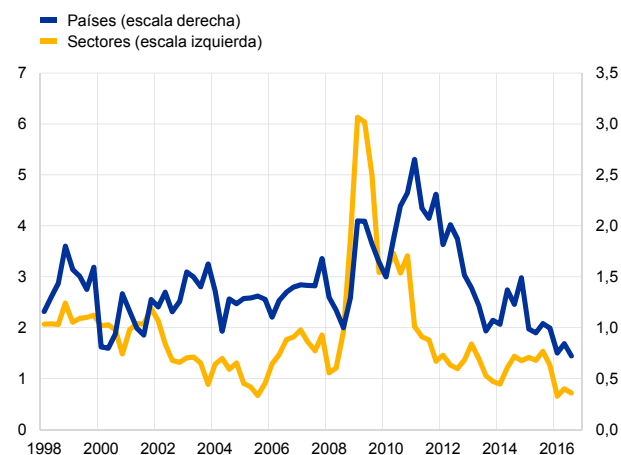
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El porcentaje de sectores con crecimiento positivo se obtiene como porcentaje de los 162 pares de países-sectores que informaron de la existencia de un crecimiento interanual positivo del valor añadido. La dispersión del crecimiento se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido en los mismos 162 pares de países-sectores. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2016.

## Gráfico B

### Dispersión del crecimiento del valor añadido entre sectores y países de la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La dispersión del crecimiento entre países se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido en 18 países de la zona del euro, excluida Malta. La dispersión del crecimiento entre sectores se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido en nueve de los principales sectores económicos, excluida la agricultura. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2016.

### La dispersión del crecimiento entre sectores y países se ha reducido significativamente.

Desde 2009, la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido en los 162 pares de países-sectores que se mencionan anteriormente ha disminuido ininterrumpidamente. La dispersión máxima entre sectores observada en 2009 estuvo relacionada con la fase bajista del comercio mundial (es decir, la industria) y del mercado de la vivienda (es decir, la construcción), mientras que la dispersión máxima entre países observada en 2011 estuvo relacionada con la crisis de la deuda soberana (véase gráfico B). La posterior reducción de la dispersión del crecimiento entre países ha coincidido en gran medida con una reducción de la fragmentación de las condiciones de financiación en los países de la zona<sup>2</sup>. En la actual recuperación, la dispersión combinada del crecimiento del valor añadido entre sectores y países ha alcanzado niveles que no se habían observado desde el inicio de la UEM. Junto con la generalización de la recuperación, esto sugiere que el crecimiento se ha distribuido de forma mucho más uniforme entre sectores y países de la zona del euro.

<sup>2</sup> Véase también el artículo titulado «MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy», en este número del *Boletín Económico*.

**La generalización del crecimiento económico es alentadora, pues puede considerarse una señal de las externalidades positivas de la demanda agregada.**

Los vínculos insumo-producto entre sectores y los vínculos comerciales entre países pueden generar complementariedades entre las actividades de los distintos sectores y países<sup>3</sup>. De esta forma se crea una relación positiva entre el gasto en un sector o país y el gasto en otros sectores o países. A través de esta externalidad de la demanda, el gasto en un sector o país puede dar lugar a un efecto arrastre de la demanda agregada<sup>4</sup>. La generalización del crecimiento económico puede, por tanto, considerarse una señal de las externalidades de la demanda en un número creciente de sectores y países, lo que debería sostener adicionalmente la demanda agregada. Lo anterior muestra un marcado contraste con la dispersión persistentemente intensa observada durante la recuperación de 2009-2010.

**El actual crecimiento económico es más general que la recuperación de 2009-2010 posterior a la crisis financiera.**

La recuperación de 2009-2010 posterior a la crisis financiera reflejó principalmente mejoras en la industria y en «otros servicios». Habida cuenta de que el mercado de la vivienda aún se encontraba en un ciclo bajista en algunos países de la zona del euro, el sector de la construcción siguió contrayéndose. Desde 2013, tras la crisis de la deuda soberana, la recuperación ha sido mucho más general y ahora incluye también los servicios comerciales. Más recientemente, incluso la construcción ha empezado a crecer, en línea con la recuperación del mercado de la vivienda (véanse gráficos C y D).

---

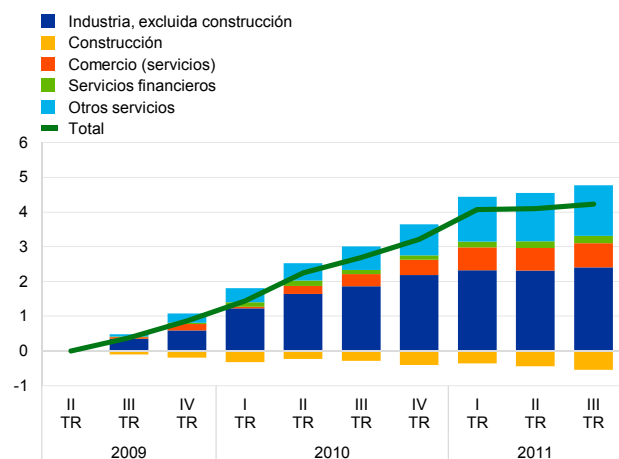
<sup>3</sup> Véase R. Cooper y A. John, «Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 103, 1988, pp. 441-463.

<sup>4</sup> Véase A. Schleifer y R. Vishny, «The Efficiency of Investment in the Presence of Aggregate Demand Spillovers», *Journal of Political Economy*, vol. 96, 1988, pp. 1221-1231.

### Gráfico C

Valor añadido de la zona del euro durante la recuperación de 2009-2010 (posterior a la crisis financiera)

(tasa de crecimiento acumulada)



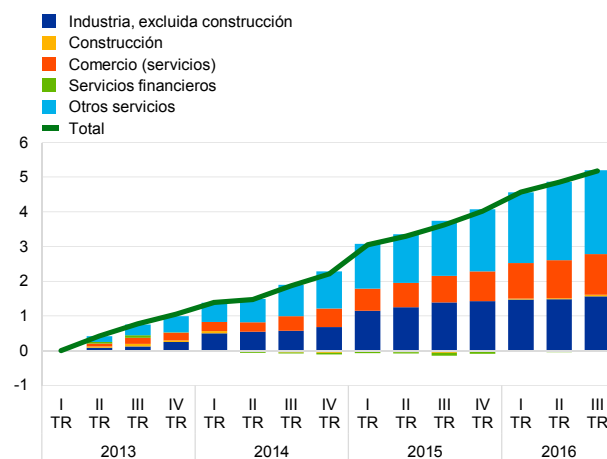
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: «Otros servicios» incluye, por ejemplo, información y comunicaciones, servicios inmobiliarios, actividades científicas y técnicas, Administración Pública, defensa, educación y sanidad.

### Gráfico D

Valor añadido de la zona del euro desde 2013 (posterior a la crisis de la deuda soberana)

(tasa de crecimiento acumulada)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: «Otros servicios» incluye, por ejemplo, información y comunicaciones, servicios inmobiliarios, actividades científicas y técnicas, Administración Pública, defensa, educación y sanidad.

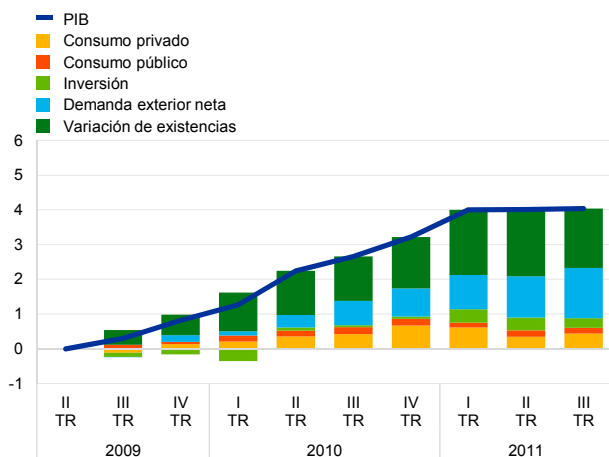
### El reciente crecimiento se basa más en la demanda interna, lo que da lugar a una recuperación más autosostenida.

Otra diferencia importante entre la recuperación que se inició en 2009 y la recuperación actual es que la primera se debió principalmente al repunte de las exportaciones de la zona del euro. En cambio, el período de crecimiento más reciente, que comenzó en 2013, se ha visto impulsado más por la demanda interna y menos por la demanda exterior. A este respecto, cabe argumentar que la recuperación actual es más autosostenida. Además, la variación de existencias, que desempeñó un papel más significativo en la recuperación de 2009-2010, ha influido menos en el período de crecimiento actual (véanse gráficos E y F).

### Gráfico E

Desagregación del PIB y del gasto de la zona del euro durante la recuperación de 2009-2010 (posterior a la crisis financiera)

(tasa de crecimiento acumulada)

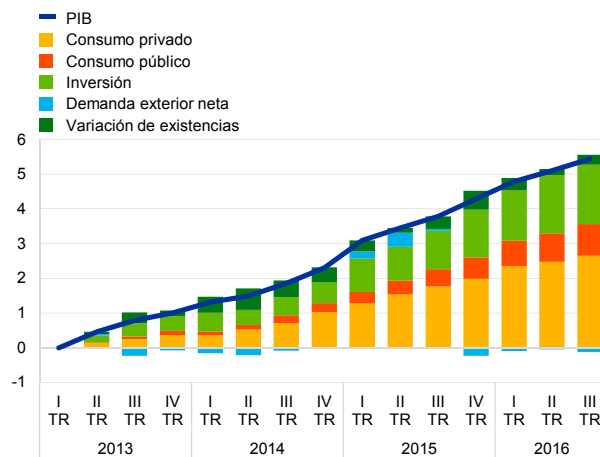


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### Gráfico F

Desagregación del PIB y del gasto de la zona del euro desde 2013 (posterior a la crisis de la deuda soberana)

(tasa de crecimiento acumulada)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### En línea con la actividad económica, los mercados de trabajo de la zona del euro siguieron mostrando mejoras generalizadas.

El empleo de la zona del euro ha crecido desde mediados de 2013 y actualmente ha recuperado casi los niveles registrados antes de la crisis, lo que contrasta con lo ocurrido en la recuperación de 2009-2010, en la que el empleo siguió cayendo. A la par de la reciente disminución de la dispersión del crecimiento del valor añadido entre países y sectores (véase gráfico A), la dispersión del crecimiento del empleo también se ha reducido de forma continua a medida que ha avanzado la reasignación sectorial del empleo. Una mejor alineación de la demanda y la oferta de empleo puede implicar asimismo un descenso de la tasa de paro no aceleradora de la inflación (NAIRU)<sup>5</sup>. Como la demanda de empleo está dirigiéndose de nuevo hacia los trabajadores desocupados que habían estado empleados anteriormente en sectores que registraron una fuerte contracción (por ejemplo, la construcción), las presiones salariales podrían seguir siendo moderadas durante algún tiempo.

<sup>5</sup> Véase D. Lilien, «Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment», *Journal of Political Economy*, vol. 90, 1982, pp. 777-793.

**En este recuadro se analiza la relación entre los ciclos financieros, la macroeconomía y el producto potencial.** Puede considerarse que el ciclo financiero son fluctuaciones económicas que el sistema financiero amplifica o genera directamente. En general, se manifiesta como una correlación entre los agregados crediticios y los precios de los activos, y también puede impactar en la evolución económica real. Aunque las fluctuaciones cíclicas de las variables económicas en términos reales no siempre corresponden a ciclos financieros, cuando es así, los ciclos económicos resultantes pueden ser mucho más pronunciados, y sus mínimos suelen ir acompañados de crisis financieras. Cada vez hay más literatura que afirma que, en dichos casos, la estimación del producto potencial puede beneficiarse de la inclusión de información sobre el ciclo financiero<sup>6</sup>. Sin esta información, el producto potencial puede estar sobrevalorado en el período de expansión e infravalorado en la fase de recesión.

**La teoría económica apunta a que el sistema financiero puede influir en el ciclo económico.** Se ha considerado que los factores financieros han sido un posible determinante de las fluctuaciones del ciclo económico al menos desde la época de la Gran Depresión<sup>7</sup>. Los modelos de equilibrio general más recientes también ponen de relieve el papel de las fricciones financieras en las fluctuaciones del producto<sup>8</sup>. Según estos modelos, el sistema financiero puede ser tanto un amplificador de las perturbaciones como la fuente de las perturbaciones que generan en primera instancia las fluctuaciones del ciclo económico. Los balances de los hogares, las empresas y las entidades de crédito pueden dar lugar a diversos mecanismos procíclicos (como el acelerador financiero). Por ejemplo, las perturbaciones de demanda pueden amplificarse mediante las correspondientes variaciones del valor de las garantías (como bienes inmuebles residenciales o comerciales) y del valor real de la deuda a tipo fijo en términos nominales. Estas consideraciones teóricas sugieren que sería de esperar que las fluctuaciones cíclicas provocadas por el crédito y por el precio de los activos generen máximos más altos y mínimos más bajos que los ciclos económicos normales, posiblemente con períodos de expansión y recesión más prolongados.

**Existe cada vez más evidencia empírica sobre la influencia del sistema financiero en las fluctuaciones del ciclo económico.** Aunque no todas las fluctuaciones del ciclo económico están provocadas por el sistema financiero,

<sup>6</sup> C. Borio, P. Disyatat y M. Juselius, «Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle», *BIS Working Papers*, n.º 404, Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2013; C. Borio, P. Disyatat y M. Juselius, «A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output», *BIS Working Papers*, n.º 442, BPI, 2014.

<sup>7</sup> I. Fisher, «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions», *Econometrica*, vol. 1(4), 1933, pp. 337-57.

<sup>8</sup> Véanse, por ejemplo, N. Kiyotaki y J. Moore, «Credit cycles», *Journal of Political Economy*, vol. 105, 1997, pp. 211-248; M. Gertler y P. Karadi, «A Model of Unconventional Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 58(1), 2011, pp. 17-34; B. S. Bernanke, M. Gertler y S. Gilchrist, «The financial accelerator in a quantitative business cycle framework», en J. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, parte C, 1999, pp. 1341-1393; M. Iacoviello, «House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle», *The American Economic Review*, vol. 95(3), 2005, pp. 739-764.

o van de la mano de la fase alcista y bajista del ciclo financiero, se dispone de evidencia de que las fluctuaciones más acusadas suelen ir asociadas a la acumulación y la resolución de desequilibrios financieros<sup>9</sup>. Una amplia base de datos macrofinancieros histórica, que incluye diecisiete economías avanzadas durante los últimos 150 años, indica que los ciclos financieros y económicos tienden a moverse conjuntamente y a estar en la misma fase con mucha mayor frecuencia que al contrario<sup>10</sup>. También se observa que la correlación entre el crecimiento del producto, del consumo y de la inversión y el crecimiento del crédito se ha fortalecido sustancialmente en las últimas décadas, en paralelo con un incremento sin precedentes de los préstamos hipotecarios. Asimismo, hay evidencia de que el crédito y el precio de los activos son variables relativamente importantes a la hora de explicar las fluctuaciones económicas reales a escala mundial<sup>11</sup>. Estas conclusiones sugieren que las expansiones económicas asociadas a un fuerte crecimiento del crédito están más determinadas por factores de carácter cíclico (y no estructural) que otras fases alcistas.

**La senda del producto potencial puede sobrevalorarse en fases expansivas impulsadas por el crédito.** Las herramientas habituales para estimar el producto potencial que no tienen en cuenta la influencia del sistema financiero en las fluctuaciones del ciclo económico pueden arrojar una valoración excesivamente optimista por el lado de la oferta de la economía durante las fases de auge financiero. Esto ocurre especialmente cuando las variables nominales dan señales más débiles sobre el recalentamiento de la economía —por ejemplo, cuando las expectativas de inflación están bien ancladas—. Aunque la disponibilidad de financiación y la baja aversión al riesgo en la fase expansiva del ciclo económico pueden acelerar el crecimiento de la productividad subyacente al permitir más innovación, la expansión impulsada por el crédito también puede generar una asignación ineficiente del capital. Estos episodios suelen acarrear incrementos significativos de la inversión en bienes inmuebles residenciales, debido a la capacidad para garantizar este tipo de activos mediante hipotecas, y el capital se concentra de manera desproporcionada en proyectos y actividades de productividad relativamente escasa (como la vivienda y el desarrollo inmobiliario)<sup>12</sup>. Además, dado que los inmuebles residenciales se incluyen en las medidas típicas del *stock* de capital, las metodologías basadas en una función de la producción que utilizan estos datos tienen tendencia a sobrevalorar la capacidad productiva de la economía<sup>13</sup>. A modo ilustrativo, el gráfico siguiente muestra las medidas del

<sup>9</sup> Véase, por ejemplo, K. Rogoff, «Debt supercycle, not secular stagnation», VoxEU.org, Centre for Economic Policy Research, 2015.

<sup>10</sup> O. Jorda, M. Schularick y A. M. Taylor, «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts», *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 31, National Bureau of Economic Research, 2016.

<sup>11</sup> S. Dées, «Credit, asset prices and business cycles at the global level», *Working Paper Series*, n.º 1895, BCE, abril de 2016.

<sup>12</sup> Sin embargo, la asignación ineficiente del capital no se limita necesariamente a los activos inmobiliarios. Para más información, véase S. G. Cecchetti y E. Kharroubi, «Why does financial sector growth crowd out real economic growth?», *BIS Working Papers*, n.º 490, BPI, 2015.

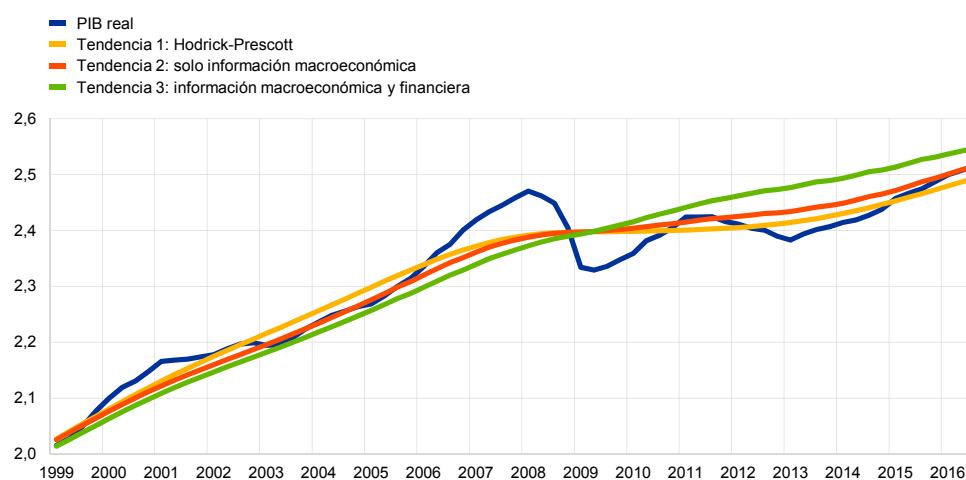
<sup>13</sup> La sobrevaloración del producto potencial puede llevar a análisis excesivamente optimistas de la orientación de la política fiscal y de la sostenibilidad de la deuda de países que atraviesan ciclos expansivos impulsados por el ciclo financiero, que pueden limitar el espacio fiscal y, por ende, incrementar el lastre sobre el producto en caso de que se produzca una crisis financiera. Véase C. Borio, M. Lombardi y F. Zampolli, «Fiscal sustainability and the financial cycle», *BIS Working Papers*, n.º 552, BPI, 2016.

producto potencial para la zona del euro, calculado aplicando tres métodos diferentes, uno de los cuales asume una relación entre el ciclo financiero y las fluctuaciones económicas en términos reales. Con este último método se obtiene una senda más baja para el nivel de producto potencial en los años de expansión previos a la crisis y una senda más alta en el período posterior a 2008 que con los métodos que no contienen variables financieras. Sin embargo, los tres métodos muestran una desaceleración del crecimiento del producto potencial después de 2008.

## Gráfico

### PIB real y diferentes medidas del producto potencial de la zona del euro

(billones de euros; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE<sup>14</sup>.

Notas: Tendencia 1 es una medida obtenida utilizando un filtro Hodrick-Prescott de dos colas con parámetro estándar de suavización para los datos trimestrales (1600). Tendencia 2 es una estimación obtenida de un modelo de pequeños componentes no observados que descompone el PIB real en componentes de tendencia y cíclicos con la ayuda de relaciones macroeconómicas en forma reducida, como la ley de Okun y una curva de Phillips. Tendencia 3 se refiere al mismo modelo, al que se añade un componente del ciclo financiero que se estima como un factor latente común que determina las fluctuaciones de algunas variables financieras, como el crecimiento real del crédito otorgado a hogares y a sociedades no financieras, la tasa de crecimiento real de M3 y la tasa de crecimiento real de los precios de los inmuebles residenciales. Dado que el producto potencial es una variable no observable, todos los métodos comportan un alto grado de incertidumbre.

**Las recesiones severas que siguen a las fases expansivas impulsadas por el crédito pueden tener un impacto negativo en el producto potencial.** Mientras que los períodos de contracción económica, como la reciente Gran Recesión, pueden provocar efectos «limpiadores» con un impacto positivo en el crecimiento futuro de la productividad, la reasignación de los recursos hacia usos más productivos puede verse dificultada por limitaciones de oferta en el sistema financiero. En particular, la elevadas tasas de morosidad, acompañadas de políticas de insolvencias y de resolución bancaria inadecuadas, pueden acumular capital en las empresas con baja productividad y hacer menos probables las adquisiciones y la entrada o expansión de empresas innovadoras y potencialmente muy productivas<sup>15</sup>. La deuda a tipo fijo en términos nominales que se ha acumulado en el período expansivo, combinada con garantías que han perdido valor durante la recesión,

<sup>14</sup> Para un método similar, véase M. Melolinna y M. Tóth, «Output gaps, inflation and financial cycles in the United Kingdom», *Staff Working Paper*, n.º 585, Bank of England, 2016.

<sup>15</sup> Véase M. Adalet McGowen, D. Andrews y V. Millot, «The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries», *Economics Department Working Papers*, n.º 1372, OCDE, 2016.

puede limitar las opciones que tienen las empresas que en otras circunstancias serían solventes de obtener financiación externa para proyectos de inversión productivos —particularmente cuando el límite inferior de los tipos de interés nominales es vinculante—. El consiguiente largo proceso de reparación de los balances del sector privado puede debilitar aún más la demanda interna y traducirse en tasas de desempleo persistentemente elevadas. Cuando los períodos de alto paro son prolongados hay una mayor probabilidad de efectos de histéresis en los mercados de trabajo, sobre todo en aquellos que son rígidos y están sobrerregulados. El propio proceso de reasignación puede producir una caída temporal del producto potencial si, por ejemplo, existen elevadas barreras a la entrada que dificultan la adquisición de los recursos que estaban bloqueados en actividades de baja productividad.

**Los efectos negativos por el lado de la oferta de los episodios de contracción financiera no son necesariamente persistentes y dependen del conjunto de las políticas aplicadas.** Aunque las restricciones de crédito y otras perturbaciones financieras pueden lastrar significativamente el crecimiento económico durante un período de recuperación, sería de esperar que su impacto en la asignación de los recursos disminuyera con el tiempo. Por tanto, las estimaciones del producto potencial que no tienen en cuenta estos posibles factores pueden arrojar una visión excesivamente pesimista del potencial por el lado de la oferta durante las fases de recuperación de crisis financieras. Así pues, actualmente, tanto la recuperación cíclica como la capacidad de la economía por el lado de la oferta podrían beneficiarse de unas políticas de insolvencias y de resolución adecuadas y de una gestión eficaz de los préstamos dudosos, sobre todo en el contexto de la política monetaria acomodaticia.



## Ajuste salarial y empleo en Europa: resultados de la encuesta de la Wage Dynamics Network

**En este recuadro se analiza la relación entre los convenios colectivos, las rigideces a la baja de los salarios y el empleo.** Varios estudios realizados en el pasado utilizando datos macroeconómicos llegaron a la conclusión de que algunos aspectos institucionales que afectan al proceso de fijación de los salarios están asociados con rigideces a la baja de los salarios que, a su vez, pueden agudizar las pérdidas de empleo durante los períodos de recesión<sup>16</sup>. En este recuadro se usan datos microeconómicos procedentes de una encuesta realizada a empresas para identificar si dichos efectos también se observaron a nivel de cada empresa en la zona del euro durante el período 2010-2013. En general, los resultados confirman que las instituciones laborales relacionadas con la negociación salarial han contribuido a las rigideces de los salarios en Europa y pueden haber intensificado las pérdidas de empleo durante las recesiones.

**En este recuadro se utilizan datos procedentes de la tercera edición de la encuesta de la Wage Dynamics Network (WDN) del SEBC<sup>17</sup>. La encuesta de la WDN3 proporciona información a nivel de empresa sobre las condiciones económicas y los convenios colectivos en 25 Estados miembros de la UE durante el período 2010-2013.** Estos datos muestran una divergencia considerable en la evolución registrada por las distintas empresas encuestadas durante el período analizado, caracterizado por la crisis de deuda soberana. Mientras que el 44 % de las empresas había experimentado una contracción de la demanda, el 32 % indicó que la demanda había aumentado. La proporción de empresas que habían recortado el empleo o los salarios es significativamente más elevada en el caso de las sociedades que habían registrado una caída de la demanda: el empleo se redujo en el 43 % de las empresas que habían sufrido una disminución de la demanda, y el 14 % de estas empresas ajustaron el salario base de sus trabajadores. Dada la magnitud de la caída de la demanda y de los recortes de empleo, el porcentaje relativamente pequeño de reducciones salariales parece ser indicativo de la rigidez a la baja de los salarios nominales. De hecho, casi una cuarta parte de las empresas encuestadas declararon que habían congelado los salarios en términos nominales. Estas congelaciones son también una clara señal de la rigidez a la baja de los salarios, pues sugieren que las empresas mantienen los

---

<sup>16</sup> Estos aspectos institucionales asociados a las rigideces de los salarios pueden abarcar una amplia gama de características, tales como la densidad sindical, las condiciones pactadas en los convenios colectivos, la protección del empleo, etc. Para consultar resultados relevantes y obtener una visión concisa de la literatura, véanse, por ejemplo, el recuadro titulado «La rigidez a la baja de los salarios y el papel de las reformas estructurales en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2015, y el recuadro titulado «The impact of institutional rigidities on wage responsiveness in the euro area», del artículo «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

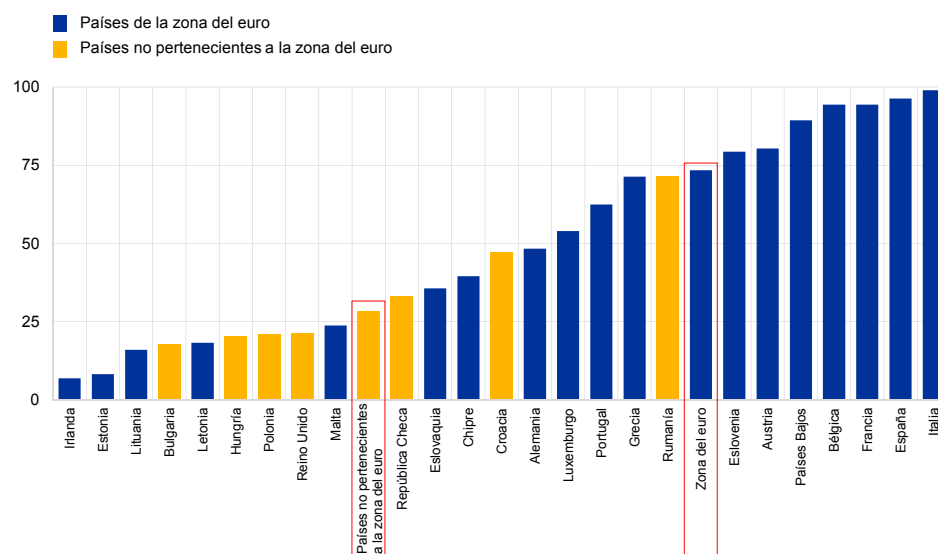
<sup>17</sup> Para obtener más información sobre la última encuesta de la Wage Dynamics Network, así como una visión general de los principales resultados, véase el artículo titulado «New evidence on wage adjustment in Europe during the period 2010-2013», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

salarios inalterados para evitar las posibles tensiones asociadas a una reducción salarial, aun cuando las condiciones económicas podrían justificar un recorte<sup>18</sup>.

### Gráfico A

#### Porcentaje de trabajadores cubiertos por convenios colectivos – situación por países en 2013

(porcentajes)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en la encuesta de la WDN3 presentada en «New evidence on wage adjustment in Europe during the period 2010-13», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

Notas: No se incluyen las empresas con menos de cinco empleados. Las cifras están ponderadas para reflejar el empleo total y se reescalan para excluir la falta de respuesta. Las cifras de Irlanda están sin ponderar. Las medias para la zona del euro y para los países no pertenecientes a la zona del euro se calculan considerando los países que tienen ponderaciones.

#### En el análisis siguiente, los convenios colectivos desempeñan un papel fundamental<sup>19</sup>.

Según la encuesta de la WDN (gráfico A), el porcentaje de trabajadores cubiertos por un convenio colectivo en los países de la zona del euro (casi un 75 % de media) es muy superior al correspondiente a países no pertenecientes a la zona (casi el 30 %). Varios países se encuentran significativamente por encima de la media de la zona del euro, en particular Italia,

<sup>18</sup> Cabe señalar que, en los casos de Grecia y de Chipre, un porcentaje considerable de empresas recortaron los salarios durante el período de referencia, después de que el PIB registrara caídas particularmente significativas en esos países.

<sup>19</sup> Algunos ejemplos de estudios que muestran que las rigideces a la baja de los salarios reflejan factores institucionales, tales como un alto grado de cobertura sindical y protección del empleo, son: S. Holden y F. Wufsberg, «Downward Nominal Wage Rigidity in the OECD», *Journal of Macroeconomics*, vol. 8, 2008, pp. 1-48; R. Anderton y B. Bonthuis, «Downward Wage Rigidities in the Euro Area», *GEP Research Paper Series*, n.º 2015/09, University of Nottingham, julio de 2015. Diversos resultados también muestran que los factores institucionales pueden afectar al empleo a través de las rigideces salariales. Por ejemplo, Dias *et al.* (2013) observan que es menos probable que empresas con salarios base más flexibles reduzcan el empleo (D. A. Dias, C. R. Marques y F. Martins, «Wage rigidity and employment adjustment at the firm level: Evidence from survey data», *Labour Economics*, vol. 23, 2013), y Barwell y Schweitzer (2017) concluyen para el Reino Unido que las rigideces a la baja de los salarios incrementan la probabilidad de despidos (R. D. Barwell y M. E. Schweitzer, «The Incidence of Nominal and Real Wage Rigidities in Great Britain: 1978-98», *Economic Journal*, vol. 117, n.º 524, 2007). En cambio, Babecky *et al.* (2012) destacan la posible sustituibilidad entre la flexibilidad de los salarios base y ajustes alternativos de los costes laborales (por ejemplo, cambiando el componente flexible de los salarios) (J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rööm, «How do European firms adjust their labour costs when nominal wages are rigid?», *Labour Economics*, vol. 19, n.º 5, octubre de 2012).

España, Francia, Bélgica y los Países Bajos. Con la excepción de los Países Bajos y los países bálticos, estos elevados niveles son consecuencia, sobre todo, de los convenios colectivos externos a la empresa (es decir, los negociados a nivel nacional o sectorial, en lugar de los convenios más descentralizados pactados a nivel de empresa). Al mismo tiempo, en Irlanda, Estonia, Letonia y Lituania la cobertura de los convenios colectivos es sustancialmente inferior a la media de la zona del euro (es decir, por debajo del 20 %). Entre los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, Bulgaria, Hungría, Polonia y el Reino Unido tienen una proporción más baja de trabajadores que están cubiertos por convenios colectivos, mientras que Rumanía y Croacia tienen una proporción más elevada.

**Utilizando la base de datos de empresas de la WDN, en este recuadro se presentan estimaciones de la respuesta de los salarios a cambios en el nivel de demanda y el impacto de los salarios en el empleo durante una perturbación de demanda negativa<sup>20</sup>.** Agrupando los datos de los 25 países y utilizando modelos probit ordenados es posible estimar las respuestas de los salarios y el empleo a nivel agregado de la zona del euro<sup>21</sup>. Por lo que se refiere a los salarios, la encuesta de la WDN permite cinco respuestas diferentes cuando las empresas indican lo que ocurrió con sus salarios base en términos nominales durante el período 2010-2013, a saber: fuerte disminución, disminución moderada, sin variación, incremento moderado y fuerte incremento. La estimación del probit sobre los salarios también incluye diversas variables explicativas, como el porcentaje de trabajadores cubiertos por un convenio colectivo y la evolución de la demanda (las cinco categorías)<sup>22</sup>.

**Centrándose en las respuestas heterogéneas de los salarios frente a cambios en la demanda, los resultados econométricos indican que, en el caso de los salarios, las elasticidades a la demanda son asimétricas, lo que sugiere una rigidez a la baja de los salarios nominales<sup>23</sup>.** El gráfico B muestra que el aumento de la probabilidad de respuestas a la baja de los salarios base frente a una contracción de la demanda es significativamente inferior al aumento de la probabilidad de una respuesta al alza de los salarios frente a un incremento de la demanda (es decir, los salarios son más rígidos a la baja que al alza). Además, una caída fuerte o moderada de la demanda eleva significativamente la probabilidad de que los salarios base se mantengan inalterados, aunque cabría esperar que tales caídas redujeran efectivamente los salarios. Esto constituye una evidencia adicional de la rigidez a la baja de los salarios nominales, ya que la distribución de los cambios en los salarios comienza a agruparse alrededor de los salarios base inalterados cuando cae la demanda. Sin embargo, cuando la demanda registra un aumento moderado o fuerte, la probabilidad de que los salarios base permanezcan sin cambios se reduce.

<sup>20</sup> Todos los resultados econométricos que se presentan en los gráficos B y C utilizan los datos de la encuesta de la WDN y se basan en los cuadros 3 y 4 (respectivamente) de P. Marotzke, R. Anderton, A. Bairrao, C. Berson y P. Tóth, «Wage adjustment and employment in Europe», *GEP Research Paper Series*, n.º 2016/19, University of Nottingham, noviembre de 2016.

<sup>21</sup> Si la estimación solo se realiza para los países de la zona del euro, entonces todos los resultados econométricos son cualitativamente iguales para la zona del euro (con diferencias marginales en las magnitudes de los parámetros). Véase el recuadro titulado «Wage rigidity and employment in the euro area: an analysis with firm-level data», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, diciembre de 2016, pp. 42-44.

<sup>22</sup> En la especificación se incluyen también muchas otras variables de control.

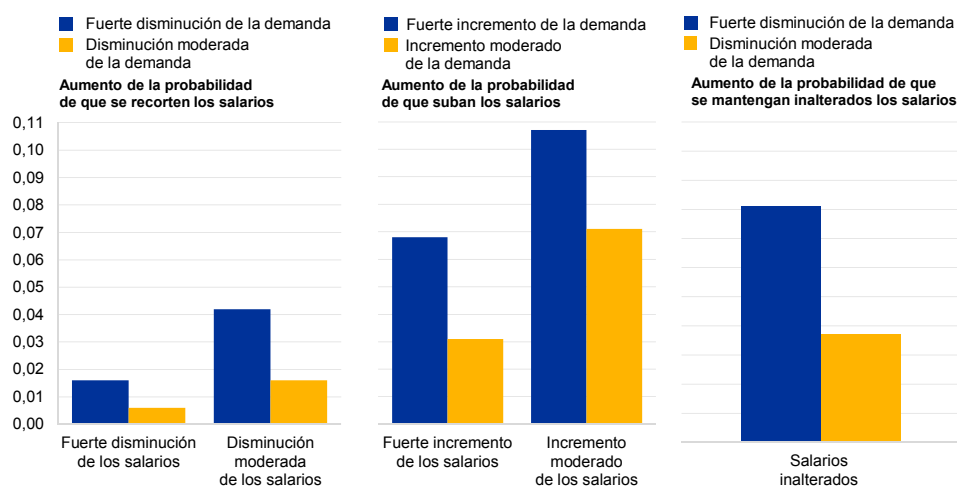
<sup>23</sup> Estas elasticidades asimétricas de la demanda permanecen de hecho sin cambios, con independencia de que se incluya la variable de convenio colectivo en la ecuación.

En las estimaciones del gráfico C (panel A) también se presenta evidencia de rigideces a la baja de los salarios nominales, ya que la presencia de convenios colectivos reduce la probabilidad de ajustar los salarios a la baja<sup>24</sup>. Cuanto más elevada sea la proporción de empleados de la empresa cubiertos por un convenio colectivo, menor será la probabilidad de una reducción salarial y mayor la probabilidad de una subida de los salarios. Dado que, como se ha indicado, la cobertura de los convenios colectivos difiere en los distintos países de la zona del euro, este resultado implica también que las rigideces a la baja de los salarios nominales son significativamente mayores en aquellos países en los que el porcentaje de empleados cubiertos por convenios colectivos es más elevado.

### Gráfico B

#### Respuestas estimadas de los salarios frente a diversos cambios en la demanda

(decimales; aumento de la probabilidad de cambio en los salarios)



Fuentes: Marotzke *et al.* (2016).

Notas: Las estimaciones se basan en métodos de estimación probit ordenados (es decir, efectos marginales sobre la probabilidad de observar los resultados). El gráfico muestra, para diversos cambios en la demanda, la probabilidad estimada de una cierta evolución de los salarios en comparación con la categoría de referencia de demanda inalterada. Por ejemplo, la columna situada más a la izquierda muestra que la probabilidad estimada de que se produzca una fuerte disminución de los salarios es 1,6 puntos porcentuales más alta que cuando la demanda permanece sin cambios (véase cuadro 3 de la fuente para más información). Todos los parámetros son estadísticamente significativos, principalmente en el 1 %, basados en errores estándar robustos.

Sin embargo, las rigideces a la baja de los salarios, como el comportamiento salarial asimétrico que se presenta en el gráfico B, también pueden deberse a otros factores, posiblemente no relacionados con la negociación colectiva, como el temor de los empresarios a que un recorte salarial pueda reducir la motivación de los empleados y tener un impacto negativo sobre la productividad<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> La correlación significativa de los términos de error confirma que los salarios son endógenos en la ecuación del empleo y que el enfoque de las variables instrumentales es adecuado.

<sup>25</sup> Aunque no forman parte de los resultados empíricos del estudio en el que se basan los resultados de los gráficos B y C, los salarios de eficiencia se citan a menudo como una posible causa de las rigideces a la baja de los salarios. Véanse, por ejemplo, el capítulo 3 de R. Layard, S. Nickell y R. Jackman, *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford University Press, 1991; J. Stiglitz, «Alternative Theories of Wage Determination and Unemployment in LDCs: the Labour Turnover Model», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 88, 1974, pp. 194-227; R. Solow, «Another possible source of wage stickiness», *Journal of Macroeconomics*, vol. 1, Issue 1, 1979, pp. 79-82, y P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Røðm, «Why firms avoid cutting wages: survey evidence from European firms», *ILR Review*, vol. 68, Issue 4, 2015.

**Los resultados de las estimaciones apuntan asimismo a un efecto negativo de las rigideces a la baja de los salarios sobre el empleo (gráfico C, panel B).**

El impacto de los ajustes de salarios sobre el empleo también resulta ser significativo. La probabilidad de que el empleo caiga o se mantenga sin cambios es significativamente menor cuando se reducen los salarios (en comparación con la categoría de referencia de salarios base inalterados). La probabilidad de que el empleo aumente se incrementa de forma correspondiente si disminuyen los salarios. Por el contrario, si los salarios crecen, la probabilidad de que disminuya el empleo es mayor (en comparación con la categoría de referencia de salarios base inalterados).

**En general, el estudio que se presenta en este recuadro confirma que las rigideces salariales en Europa durante el período 2010-2013 estuvieron asociadas con una evolución del empleo más negativa.** En primer lugar, los convenios colectivos parecen reducir la probabilidad de que se produzca un ajuste a la baja de los salarios; en segundo lugar, el aumento de la probabilidad de una respuesta a la baja de los salarios ante una disminución de la demanda era significativamente menor que el aumento de la probabilidad de una respuesta al alza de los salarios ante un incremento de la demanda (lo que sugiere rigideces a la baja y un comportamiento asimétrico de los salarios)<sup>26</sup>. Por último, los resultados sugieren un efecto negativo de las rigideces a la baja de los salarios sobre el empleo a nivel de empresa.

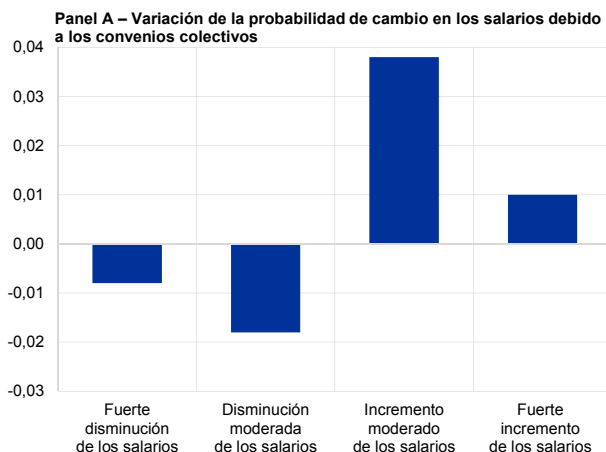
---

<sup>26</sup> De nuevo, estos cambios de probabilidad se comparan con una situación en la que la demanda se mantiene inalterada.

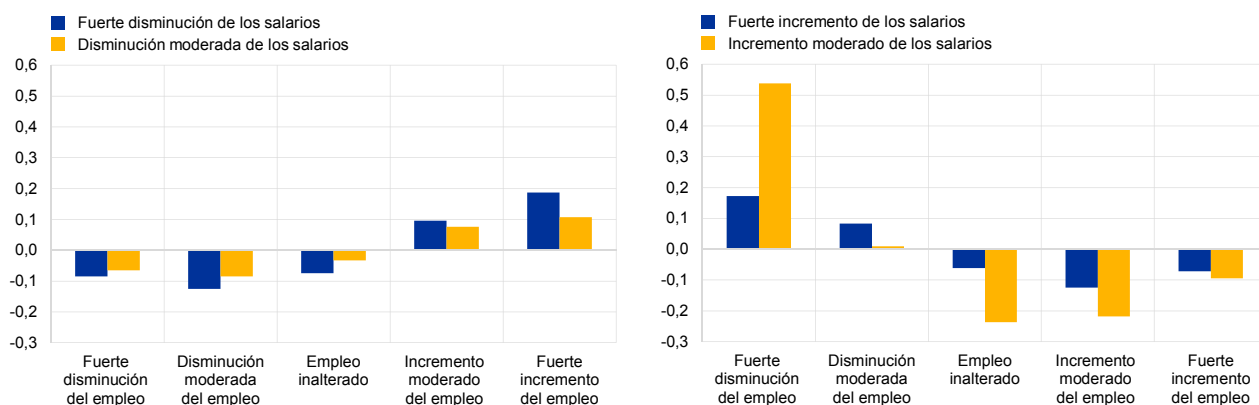
## Gráfico C

### Respuestas de los salarios y el empleo a los convenios colectivos y la dinámica salarial

[(decimales; variación de la probabilidad de cambio en los salarios (panel A); variación de la probabilidad de cambio en el empleo (panel B)]



**Panel B – Variación de la probabilidad de cambio en el empleo debido a la distinta evolución de los salarios**



Fuentes: Marotzke *et al.* (2016).

Notas: Las estimaciones basadas en métodos probit ordenados de variables instrumentales (efectos marginales sobre la probabilidad de observar los resultados). El panel A muestra cómo la probabilidad estimada de que se produzca una cierta evolución de los salarios varía cuando aumenta la proporción de trabajadores cubiertos por un convenio colectivo. Los efectos marginales sobre la probabilidad de observar un cambio en los salarios son en términos absolutos y no en comparación con una categoría de referencia. Los resultados se basan únicamente en las empresas que experimentan una caída de la demanda, pero los parámetros y los resultados son muy similares para el conjunto de la muestra de empresas y las cinco categorías de demanda. En el panel B se presenta, para varios cambios en los salarios, la probabilidad estimada de que se produzca cierta evolución en el empleo en comparación con la categoría de referencia de salarios inalterados. Todos los parámetros son estadísticamente significativos, principalmente en el 1 %, basados en errores estándar robustos.

**Desde una perspectiva de política, los convenios colectivos parecen contribuir a las rigideces a la baja de los salarios, lo que, a su vez, puede intensificar las pérdidas de empleo durante las recesiones.** Durante la crisis, algunos países de la zona del euro introdujeron reformas que ofrecieron a las empresas más posibilidades de tratar de llevar a cabo negociaciones colectivas a nivel de empresa y abandonar los convenios colectivos más centralizados que obligan a las empresas a aplicar convenios colectivos nacionales, regionales o sectoriales. La motivación fue, en parte, la de permitir a las empresas negociar convenios colectivos relacionados más estrechamente con las condiciones económicas concretas a las que se enfrentan. Otros resultados de la encuesta de la WDN han mostrado que las reformas en materia de negociación colectiva en ese sentido han facilitado a las

empresas el ajuste de los salarios<sup>27</sup>. Por tanto, introducir nuevas reformas en esa dirección podría ser beneficioso para los países de la zona del euro y podría reducir las pérdidas de empleo en recesiones futuras.

---

<sup>27</sup> Por ejemplo, la encuesta de la WDN mostró que las empresas españolas percibían que, durante la crisis, se había vuelto más fácil ajustar los salarios y que esto se debía, al menos en parte, a las reformas de la legislación laboral española (donde, por ejemplo, se reformó el sistema de negociación colectiva para dar prioridad a los convenios a nivel de empresa sobre los convenios sectoriales o regionales). Véase el recuadro titulado «Firms perceptions of changes in the ease of labour market adjustment and the role of reforms in stressed euro area countries during the periods 2010-13 (based on the WDN3 survey)», del artículo titulado «New evidence on wage adjustment in Europe during the period 2010-2013», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

## El papel de los efectos de comparación de la energía en la evolución de la inflación a corto plazo

### El actual aumento de la inflación general medida por el IAPC se debe en gran medida al incremento de la tasa de variación de los precios de la energía.

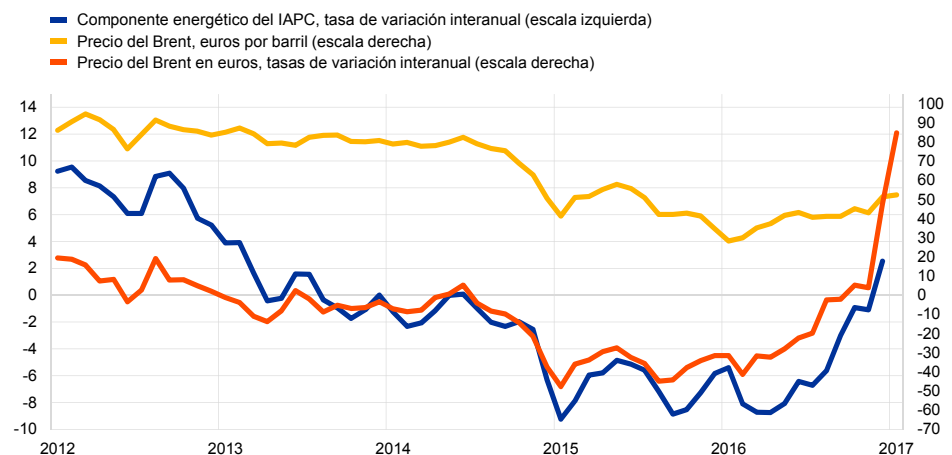
La inflación medida por el IAPC aumentó un 1,1 % en diciembre de 2016, desde el 0,6 % registrado el mes anterior, debido sobre todo a un repunte de casi cuatro puntos porcentuales de la tasa de variación de los precios de la energía entre noviembre y diciembre de 2016. Este repunte fue reflejo de dos factores: una fuerte subida intermensual de los precios de la energía y un considerable efecto de comparación (*base effect*) al alza. En este recuadro se muestra que los efectos de comparación también desempeñarán un papel importante en el aumento de la inflación medida por el IAPC a principios de 2017.

**La reciente decisión de los países productores de petróleo de reducir la oferta se ha traducido en un alza de los precios del petróleo<sup>28</sup>.** Entre noviembre y diciembre, los precios del petróleo en euros se incrementaron en torno al 20 %, lo que se transmitió con rapidez al componente energético del IAPC (véase gráfico A). Sin embargo, gran parte del aumento de la tasa de variación de los precios de la energía en diciembre de 2016 se debió a un efecto de comparación al alza. Estos efectos se refieren a la medida en que las variaciones intermensuales de la tasa de inflación interanual pueden explicarse por la «eliminación» del índice de precios de una variación intermensual atípica registrada 12 meses antes, en este caso, diciembre de 2015.

### Gráfico A

#### Precios del petróleo y componente energético del IAPC

(euros por barril y tasas de variación interanual)



Fuentes: Bloomberg y Eurostat.

<sup>28</sup> Véase el recuadro titulado «El impacto del acuerdo de la OPEP de noviembre de 2016 sobre el mercado del petróleo», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016.



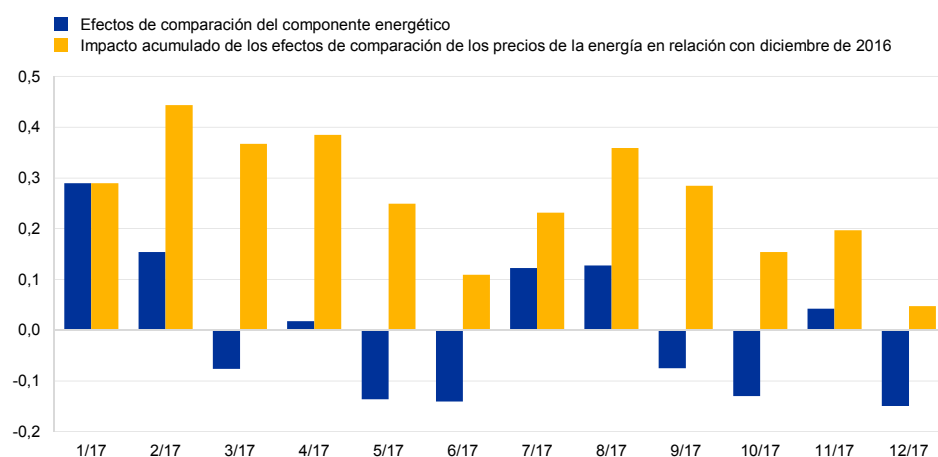
### Los efectos de comparación de la energía tendrán un fuerte impacto en la evolución de la inflación medida por el IAPC en los próximos meses.

La cuantificación de los efectos de comparación está sujeta a un cierto grado de incertidumbre, dado que no hay una única manera de calcular el impacto de una variación intermensual atípica. En análisis anteriores incluidos en el *Boletín Económico* o en el *Boletín Mensual* del BCE, este impacto se calculó sustrayendo la variación intermensual observada del movimiento típico, es decir, un efecto estacional estimado y una «tendencia», cuantificada como la variación intermensual media desde mediados de los años noventa<sup>29</sup>. El gráfico B muestra la contribución estimada de los efectos de comparación del componente energético a la variación de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de un mes a otro que se registrará en 2017. Se estima que esta contribución será positiva hasta febrero de 2017, bastante débil en marzo y abril, y negativa en mayo y junio. La segunda mitad de 2017 se caracterizará asimismo por una sucesión de efectos de comparación positivos y negativos. El impacto acumulado de los efectos de comparación de la inflación de la energía sobre la inflación general medida por el IAPC se muestra siempre en relación con un mes de referencia concreto. Por ejemplo, en relación con la tasa de inflación interanual de diciembre de 2016, el impacto acumulado de los efectos de comparación de la inflación de la energía sobre la inflación general medida por el IAPC ascenderá a más de 0,4 puntos porcentuales en febrero de 2017. Sin embargo, como estos efectos serán predominantemente negativos en los meses siguientes, el impacto acumulado sobre la inflación general medida por el IAPC será poco significativo en diciembre de 2017.

#### Gráfico B

##### Contribución de los efectos de comparación de los precios de la energía a la evolución de la inflación medida por el IAPC

(contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

<sup>29</sup> Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014.

No obstante, al valorar el impacto de los efectos de comparación sobre la posible inflación de la energía y la inflación general medida por el IAPC en los próximos meses, se debe tener en cuenta, asimismo, que las futuras tasas de inflación interanual también dependerán, evidentemente, de las variaciones intermensuales observadas en los precios de la energía durante el período intermedio, lo que, a su vez, reflejará en gran medida la evolución de los precios del petróleo en ese momento. Claramente, la fuerte subida de los precios del petróleo y de la energía desde diciembre de 2016 tendrá un efecto al alza sobre la evolución de la inflación medida por el IAPC a principios de 2017, que se añadirá al impacto acumulado de los efectos de comparación de la energía de más de 0,4 puntos porcentuales en febrero de 2017.

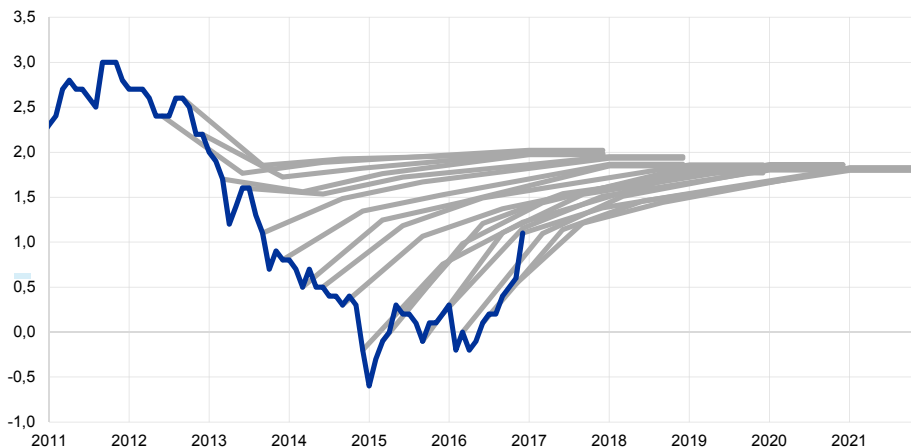
## ¿Cuáles han sido los determinantes de la evolución de las expectativas de inflación de la encuesta a expertos en previsión económica?

**El período posterior a 2012 se ha caracterizado por una caída acusada y, en gran medida, inesperada de la inflación medida por el IAPC.** La inflación medida por el IAPC cayó más o menos de forma continuada desde tasas superiores al 2 % hasta aproximadamente un  $-0,5$  % a principios de 2015, y se mantuvo en tasas muy bajas hasta mediados de 2016 (véase gráfico A). La magnitud y el carácter sostenido de esta caída dio lugar a errores sucesivos en las proyecciones de inflación realizadas por todas las instituciones que formulan previsiones, incluidas las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y del BCE. En este recuadro se examinan el carácter y las posibles fuentes de las revisiones de las expectativas de inflación agregada de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE<sup>30</sup>.

### Gráfico A

Inflación medida por el IAPC y expectativas de inflación medida por el IAPC en rondas sucesivas de la EPE

(tasas de variación interanual; las líneas grises representan las expectativas a 12 meses, 24 meses y cinco años en rondas sucesivas de la EPE; la línea azul muestra la inflación observada medida por el IAPC)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en los resultados de la EPE.

**La caída de la inflación medida por el IAPC ha ido acompañada de sucesivas revisiones a la baja de las expectativas de inflación de la EPE.** Estas revisiones a la baja fueron mayores en el caso de las expectativas de inflación a corto plazo, lo que implica en un principio una pendiente más acusada del perfil de la inflación esperada (véase gráfico A). A partir de 2015, la senda de la inflación esperada redujo su pendiente y, en cambio, empezó a desplazarse hacia la derecha en el tiempo, al mantenerse la inflación en niveles bajos. Las expectativas de inflación a largo plazo (a cinco años vista) también disminuyeron, aunque en menor medida,

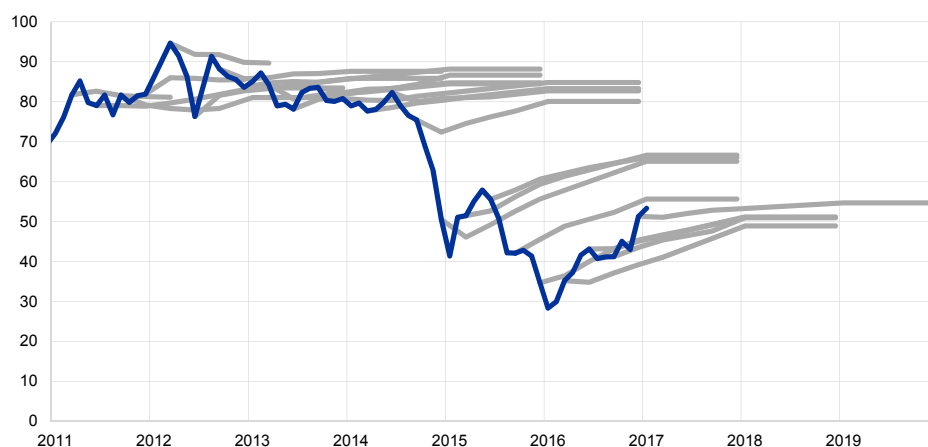
<sup>30</sup> Para más información sobre la encuesta a expertos en previsión económica, se puede consultar <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

y se situaron en el 1,8 %, en promedio, desde el primer trimestre de 2016, frente a una media del 2 % en 2012. Es probable que los determinantes de los cambios en las expectativas de inflación a corto y largo plazo sean diferentes, y otros datos de la EPE pueden arrojar luz sobre los distintos factores. Estos datos, recogidos desde principios de la década de 2000, incluyen supuestos de los expertos relativos a los precios del petróleo, al tipo de cambio del euro frente al dólar y a las expectativas de crecimiento de los salarios.

**Posiblemente la principal fuente de las revisiones de las perspectivas de inflación a corto plazo ha sido la caída de los precios del petróleo.** Durante gran parte del período en que se registraron sobrepredicciones recurrentes de la inflación, las expectativas agregadas de los precios del petróleo en euros recogidas en la EPE fueron sistemáticamente demasiado elevadas (véase gráfico B). La información procedente de un cuestionario especial sugiere que las expectativas de los precios del petróleo de la EPE se ven afectadas, en una medida razonable, por los precios futuros<sup>31</sup>. Este es también uno de los supuestos técnicos de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema/BCE y explica una parte importante de los errores de estas proyecciones durante los últimos años.

**Gráfico B**  
**Precio del Brent y expectativas de los precios del petróleo en rondas sucesivas de la EPE**

(euros por barril; las líneas grises representan los supuestos de los expertos en previsión en rondas sucesivas de la EPE para los cuatro trimestres siguientes y, cuando están disponibles, las medidas anuales para uno y dos años después de la encuesta; la línea azul muestra los precios del petróleo observados)



Fuentes: Bloomberg, BPI y cálculos del BCE basados en los resultados de la EPE.

Nota: La última parte de cada previsión de la EPE se representa suponiendo que el valor indicado para el último año en su conjunto se aplica a cada trimestre de ese año.

**Las perturbaciones en las expectativas de los precios del petróleo han tenido habitualmente un efecto significativo sobre las expectativas de inflación a corto plazo, pero poca influencia en las expectativas a largo plazo.**

Los precios del petróleo pueden afectar a la inflación directamente a través del componente energético del IAPC, e indirectamente a través del efecto sobre los costes de producción en general. No obstante, a menos que la evolución de los

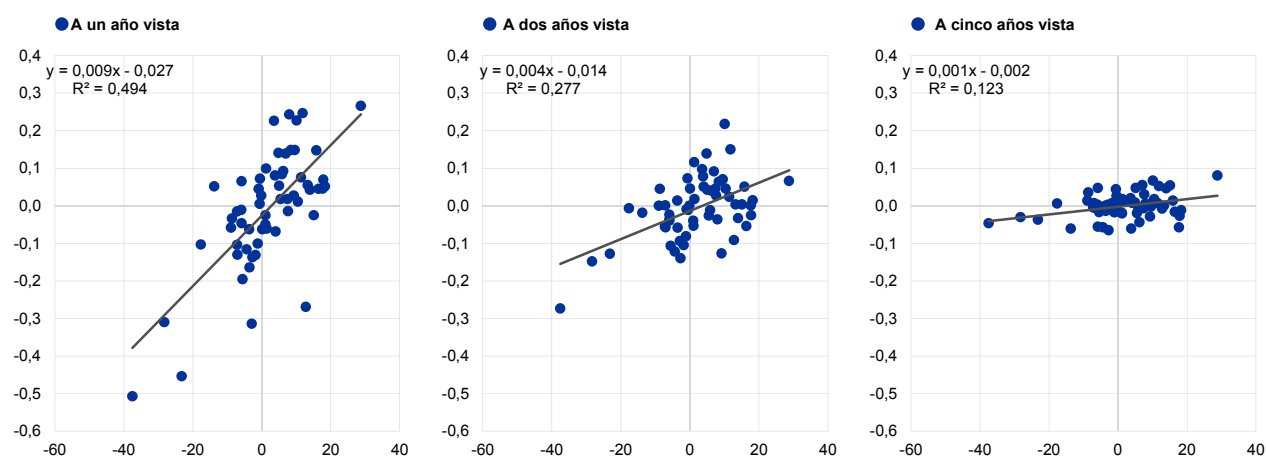
<sup>31</sup> Véase «Results of the second special questionnaire for participants in the ECB Survey of Professional Forecasters», BCE, enero de 2014.

precios del petróleo active efectos de segunda vuelta, sus efectos directos e indirectos deberían desaparecer en un horizonte de cinco años<sup>32</sup>. Los paneles del gráfico C muestran que la fortaleza de la relación entre las variaciones en las expectativas de la EPE sobre los precios del petróleo y sobre la inflación disminuye a medida que aumenta el horizonte de predicción. En promedio, un incremento del 10 % en las expectativas de los precios del petróleo a un año vista ha estado asociado a un aumento de 0,1 puntos porcentuales en las expectativas de inflación a un año vista, pero no hay relación significativa entre las expectativas de los precios del petróleo y las expectativas de inflación a cinco años vista.

### Gráfico C

#### Cambios en las expectativas de la EPE sobre los precios del petróleo en euros y sobre la inflación medida por el IAPC

(puntos porcentuales; eje de abscisas: variación intertrimestral de los precios del petróleo esperados a un año vista; eje de ordenadas: variación intertrimestral de la inflación esperada en tres horizontes temporales diferentes)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en los resultados de la EPE.  
Nota: Basados en un período muestral comprendido entre 2002 y 2016.

#### En los últimos años, ha habido una relación escasa entre las expectativas de inflación a largo plazo y las tendencias de la inflación observada.

Las expectativas de inflación a largo plazo pasaron de alrededor del 2 % a aproximadamente un 1,8 % durante los años 2013 y 2014. Sin embargo, desde el inicio de 2015 las expectativas de inflación a largo plazo han sido estables, pese al significativo descenso de la inflación medida por el IAPC en términos de la media móvil observada de cinco años (véase gráfico D).

**Del mismo modo, el retroceso de las expectativas a largo plazo relativas al crecimiento de la remuneración por asalariado fue mucho menor que la caída en términos de la media móvil observada de cinco años.** Además, el crecimiento de la remuneración por asalariado resultó ser menor de lo esperado en la EPE y en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema/BCE. Es probable que los errores de predicción de la EPE y del Eurosistema/BCE se hayan debido a un

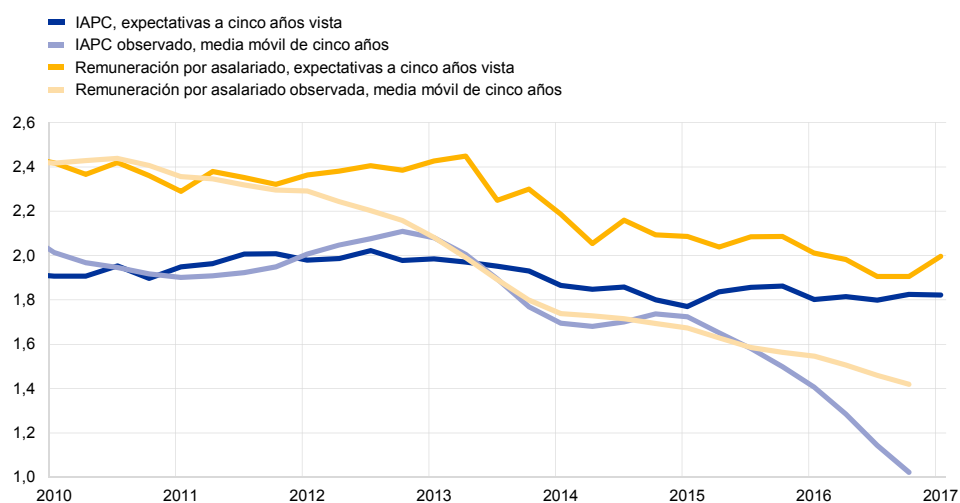
<sup>32</sup> Un ejemplo de efecto de segunda vuelta sería que una subida de la inflación propiciada por un alza de los precios del petróleo se tradujera en demandas de salarios más elevados, y ello, a su vez, en un incremento de los precios. Para más información sobre la manera en que los precios de la energía afectan a la inflación, véase «Energy markets and the euro area macro economy», *Structural Issues Report*, BCE, 2010.

conjunto similar de factores, como una infravaloración de la holgura del mercado de trabajo, una mayor flexibilidad salarial como consecuencia de la profundidad de la crisis y de las posteriores reformas estructurales en los mercados de trabajo, un aumento mayor de los empleos con productividad baja y los efectos del entorno de baja inflación<sup>33</sup>.

### Gráfico D

#### Expectativas de la EPE relativas al crecimiento de la inflación y de los salarios a cinco años vista

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en los resultados de la EPE.

**En general, la EPE sigue mostrando que las expectativas de inflación medida por el IAPC a largo plazo siguen estando ancladas.** En la encuesta correspondiente al primer trimestre de 2017, las expectativas de inflación medida por el IAPC a largo plazo se mantuvieron en el 1,8 %, continuando el desplazamiento lateral en el tiempo observado desde comienzos de 2015. Esto indica que la mayor parte de los encuestados en la EPE esperaban que las anteriores caídas de la inflación tuvieran solo un carácter transitorio, lo que podría apuntar, a su vez, a la percepción entre los expertos en previsión de que la contundente respuesta de política monetaria del BCE ante la baja inflación ha ayudado a estabilizar las perspectivas de estabilidad de precios en el largo plazo.

<sup>33</sup> Véase el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

# Artículo

## 1 La transmisión a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos durante el período de política monetaria no convencional

En este artículo se presenta nueva evidencia en relación con el impacto de los rasgos estructurales, la evolución macroeconómica y otros factores sobre el mecanismo de transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés del crédito bancario. El artículo muestra que el coste de financiación de las entidades de crédito y las características de sus balances son importantes determinantes de los cambios observados en las regularidades de la transmisión, y cómo las medidas de política monetaria no convencionales del BCE han contribuido a restablecer el mecanismo de transmisión.

### Introducción

**Este artículo trata de la transmisión de la política monetaria a los tipos de interés del crédito bancario, a la actividad económica y a los precios.** Pese a la creciente relevancia que ha adquirido la financiación no bancaria en los últimos años, el sistema financiero de la zona del euro ha seguido basándose, en gran medida, en la financiación bancaria. Los tipos de interés del crédito bancario representan un coste importante de la financiación externa de los agentes económicos de la zona del euro y, en consecuencia, son un destacado canal de transmisión de la política monetaria a la macroeconomía. Por lo tanto, es esencial observar y analizar cómo las entidades de crédito de la zona se ven afectadas por las decisiones y los impulsos de política monetaria, y cómo trasladan a sus clientes los cambios en los tipos de interés oficiales.

**La prolongada crisis financiera, con sus numerosas facetas, ha tenido un efecto considerable sobre la transmisión, al igual que los cambios regulatorios y las prácticas de supervisión.** La crisis afectó a la capacidad de los bancos de la zona del euro de trasladar de manera efectiva los cambios en la orientación de la política monetaria a las sociedades no financieras y a los hogares, lo que se tradujo en una heterogeneidad significativa de los tipos de interés del crédito bancario en los distintos países de la zona.

**Las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas recientemente han contribuido a un descenso continuo y generalizado de los tipos de interés de los préstamos bancarios, al tiempo que han reducido la dispersión entre países.** Las medidas de política monetaria

no convencionales del Eurosistema, en particular el programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), la introducción de tipos de interés negativos para la facilidad de depósito y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) han desempeñado un destacado papel en este proceso<sup>34</sup>. Estas medidas han proporcionado abundante liquidez en un entorno de bajos tipos de interés, mitigando las distorsiones en los mercados de financiación y reduciendo la contracción procíclica del crédito al sector privado no financiero.

**A medida que los tipos de interés nominales se aproximan a su límite inferior efectivo, aumenta la probabilidad de no linealidad en la transmisión a los tipos de interés del crédito bancario.**

Aunque la incertidumbre en torno al nivel preciso del límite inferior efectivo es considerable, podría aducirse que es posible que surjan fricciones cuando los tipos nominales se aproximen a cero o pasen a ser negativos. Por lo que respecta al pasivo de las entidades de crédito, este límite inferior puede ser resultado de la reticencia de las entidades a aplicar tipos de interés negativos a los depósitos minoristas, ya que podrían perjudicar su relación con los clientes minoristas. Además, cabe la posibilidad de que los clientes opten por mantener más efectivo para evitar pérdidas derivadas de posibles comisiones en sus cuentas corrientes o de tipos de interés negativos en los depósitos. En estas circunstancias, las entidades pueden aplazar o abstenerse de trasladar una orientación más acomodaticia de la política monetaria a los tipos de interés del crédito bancario para evitar una reducción de los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos y los de los depósitos que tendría un impacto negativo en sus beneficios. Esto depende del grado de competencia en el mercado, así como de las características de los balances de las entidades de crédito, incluidas la liquidez y la capitalización<sup>35</sup>. Por el momento no se dispone de evidencia de que la transmisión de la política monetaria en la zona del euro se esté viendo afectada de forma significativa por este tipo de no linealidad. A este respecto cabe observar que, incluso en una situación de diferenciales más bajos entre los tipos de interés de los préstamos y los de los depósitos, el impacto negativo sobre los beneficios de las entidades puede mitigarse a través de dos canales. En primer lugar, es probable que unos tipos de interés del crédito bancario más bajos estimulen la demanda de préstamos, lo que debería dar lugar a un aumento del volumen del crédito. En segundo lugar, unos tipos del crédito bancario más bajos deberían traducirse en una disminución del número de impagos, reduciendo así los costes de las entidades asociados al deterioro del valor.

**En este artículo se presenta nueva evidencia sobre los factores que influyen en la fijación de los tipos de interés del crédito en la zona del euro en el**

<sup>34</sup> Desde 2014, el BCE ha adoptado diversas medidas orientadas a mejorar las condiciones de financiación de las sociedades no financieras y de los hogares con el fin de estimular la creación de crédito, y apoyar un retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % en el medio plazo. Estas medidas incluyen: i) operaciones TLTRO; ii) compras de bonos de titulización de activos, bonos garantizados, valores del sector público y (más recientemente) bonos corporativos, y iii) una política de tipos de interés negativos para la facilidad de depósito.

<sup>35</sup> Véase, entre otros, S. N. Brissimis y M. D. Delis, «Bank heterogeneity and monetary policy transmission», *Working Paper Series*, n.º 1233, BCE, agosto de 2010.



**contexto de las medidas no convencionales del BCE y la consiguiente disminución de la fragmentación tras la reciente crisis financiera.** También trata de analizar las causas de la heterogeneidad observada en la evolución de los tipos de interés del crédito en la zona del euro. En la segunda sección se describen los factores que influyen en la fijación de los tipos de interés del crédito en la zona del euro, en la tercera se aborda la heterogeneidad en los criterios de concesión de los préstamos bancarios en la zona y en la cuarta se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**En este artículo se ha analizado la transmisión a los tipos de interés del crédito durante el período de medidas no convencionales.** La evidencia empírica muestra que la dispersión de los tipos de interés de los préstamos aumentó durante la reciente crisis financiera, con un grado elevado de fragmentación, y que revirtió más recientemente, en particular desde la introducción del paquete de medidas de expansión crediticia en 2014. Numerosos factores han desempeñado un destacado papel en la transmisión de la política monetaria convencional y no convencional a los tipos de interés del crédito.

**La evidencia empírica ha demostrado que los modelos de transmisión sencillos no son adecuados para describir el comportamiento de los tipos de interés del crédito.** Esto es lo que parece haber ocurrido durante la crisis financiera de la zona del euro y en los períodos en los que se han aplicado medidas no convencionales. La introducción en los modelos de factores adicionales que influyen en las regularidades de la transmisión mejora la predicción y la estabilidad del mecanismo de transmisión.

**El nexo entre emisores soberanos y entidades de crédito ha sido un motivo de preocupación importante durante la crisis de la deuda soberana en la zona del euro.** Esto se debe a que las tenencias de deuda pública doméstica mantenidas por las entidades de crédito incrementan la transmisión de las tensiones soberanas al crédito bancario y al riesgo de solvencia en los países más vulnerables. Como se ha argumentado anteriormente, la aplicación de medidas no convencionales por parte del BCE redujo sustancialmente los costes de la crisis financiera a corto y a medio plazo.

**En este contexto, la unión bancaria es esencial para resolver las deficiencias estructurales subsistentes y eliminar el nexo entre emisores soberanos y entidades de crédito, y así lograr un sistema bancario más robusto en la zona del euro y una transmisión más homogénea de la política monetaria.** Las instituciones de la UE dieron un paso histórico hacia la unión bancaria acordando establecer un Mecanismo Único de Supervisión y un Mecanismo Único de Resolución para las entidades de crédito. En noviembre de 2015, la Comisión Europea dio un paso más hacia una unión bancaria plenamente operativa con la

presentación de una propuesta de creación de un sistema de garantía de depósitos europeo (SGDE) con el fin de proporcionar una cobertura más sólida y armonizada a todos los depositantes minoristas.

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

© **Banco Central Europeo, 2017**

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Traducción efectuada por el Banco de España. Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

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 datos para elaborar este Boletín se cerró el 18 de enero de 2017.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)

Número de catálogo UE QB-BP-17-001-ES-N (edición electrónica)