

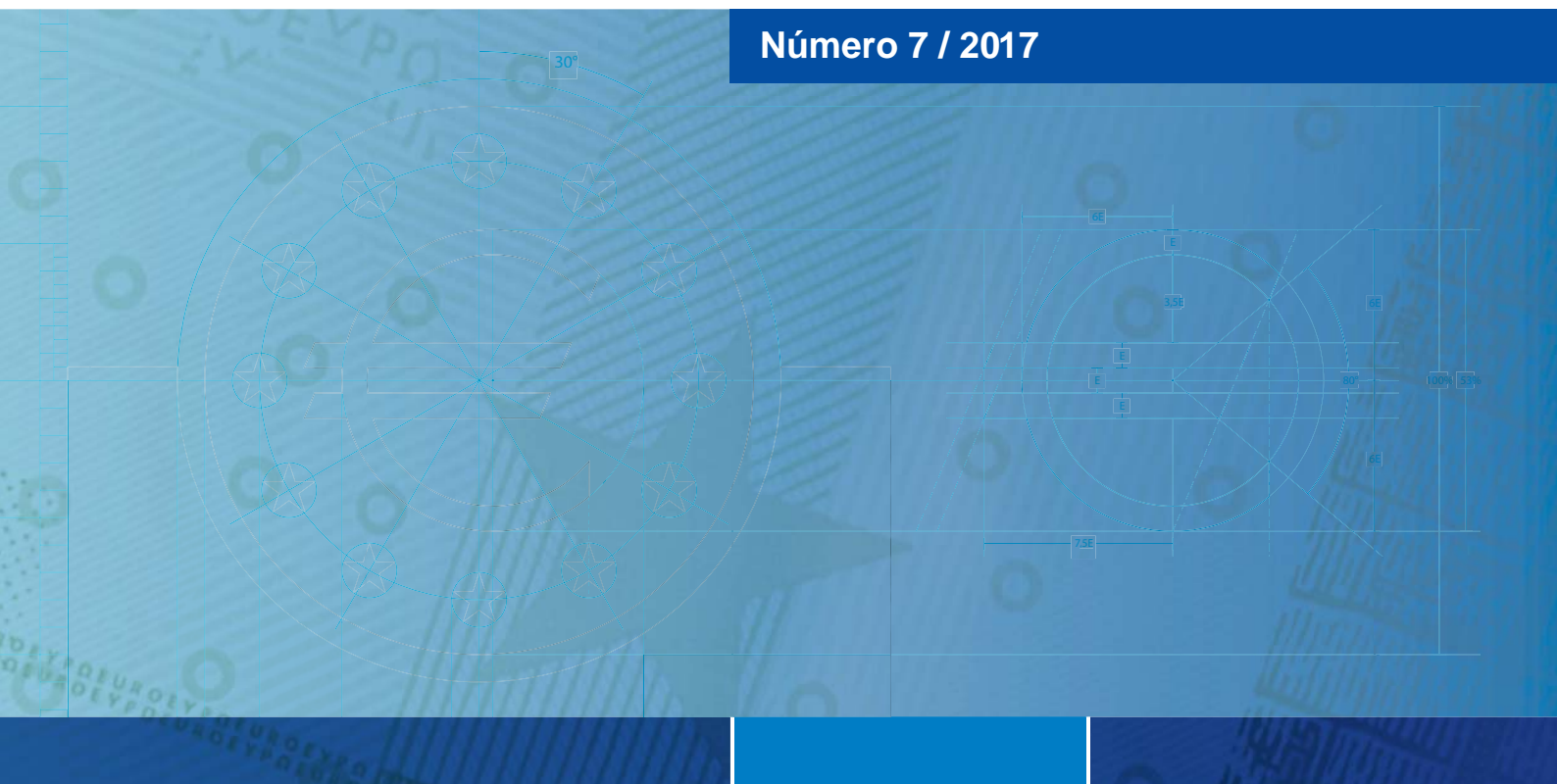


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 7 / 2017



Índice

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	9
3 Actividad económica	12
4 Precios y costes	16
5 Dinero y crédito	19
Recuadros	24
1 ¿Influye el comercio en el crecimiento de la productividad?	24
2 El ajuste del programa de compra de activos del BCE	29
3 Tendencias recientes del crédito al consumo en la zona del euro	32
Artículo	36
1 El crecimiento y el reequilibrio económico de China y las implicaciones para la economía mundial y de la zona del euro	36

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

La expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada. Los datos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a un ritmo de crecimiento firme en la segunda mitad de este año. Las medidas de política monetaria del BCE continúan respaldando la demanda interna, condición indispensable para seguir avanzando hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo. El consumo privado se sustenta en el incremento del empleo, que también se ha visto favorecido por las anteriores reformas de los mercados de trabajo, y en el aumento de la riqueza de los hogares. La recuperación de la inversión empresarial continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y de la mejora de la rentabilidad de las empresas. La inversión en construcción también se ha fortalecido. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Por un lado, el fuerte impulso cíclico, reflejado en la reciente evolución de los indicadores de sentimiento económico, podría deparar nuevas sorpresas positivas en lo que respecta al crecimiento. Por otro, los riesgos a la baja siguen estando relacionados principalmente con factores de carácter global y con la evolución de los mercados de divisas. A escala global, el crecimiento también se ha extendido a todos los países y los indicadores de opinión apuntan a un ritmo sostenido. El crecimiento del comercio mundial se fortaleció en julio, tras moderarse en el segundo trimestre de 2017, y se mantuvo robusto en agosto, impulsado principalmente por las economías avanzadas. Los indicadores adelantados siguen señalando a unas perspectivas de crecimiento positivas a corto plazo para el comercio.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,5 % en septiembre, sin variación con respecto a agosto. Los indicadores de la inflación subyacente han registrado un moderado aumento desde principios de 2017, aunque aún han de mostrar signos más convincentes de una tendencia al alza sostenida. El crecimiento de los salarios se ha incrementado ligeramente, pero las presiones de costes de origen interno siguen siendo débiles en general. La inflación mundial también experimentó un repunte en agosto, debido sobre todo al alza de los precios de la energía y de los alimentos. Se espera que la inflación subyacente de la zona del euro siga aumentando de forma gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica, la correspondiente absorción progresiva de la capacidad productiva sin utilizar y el mayor crecimiento salarial. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general muestre un descenso temporal a finales de este año y principios del siguiente, principalmente por el reflejo de los efectos de comparación de los precios de la energía.

El agregado monetario amplio sigue creciendo a un ritmo sólido, y prosigue la recuperación gradual del crecimiento del crédito. Las contrapartidas internas de M3, asociadas a las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el contexto del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) y la recuperación gradual del crédito al sector privado, fueron los principales factores impulsores del avance del agregado monetario amplio. La última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro muestra que el crecimiento de los préstamos continúa estando respaldado por el incremento de la demanda por parte de las empresas y los hogares y por la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares. Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro han seguido siendo favorables, y los tipos de interés del crédito bancario concedido a estas sociedades se han mantenido en niveles próximos a sus mínimos históricos.

Los mercados financieros reflejan el afianzamiento de las perspectivas económicas de la zona del euro y la evolución global. Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han aumentado y la pendiente de la curva de tipos *forward* del eonia se ha acentuado desde principios de septiembre. La mejora de las perspectivas económicas y un cierto alivio de las preocupaciones geopolíticas han impulsado al alza los índices bursátiles, al tiempo que los diferenciales de los valores de renta fija privada se han estrechado. En cifras ponderadas por el comercio, el euro se mantiene sin variación, en general, pese a depreciarse ligeramente en términos bilaterales frente al dólar estadounidense y la libra esterlina.

En su reunión de política monetaria del 26 de octubre de 2017, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones para el cumplimiento de su objetivo de estabilidad de precios.

- En primer lugar, los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron sin variación y el Consejo de Gobierno sigue esperando que continúen en los niveles actuales durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos.
- En segundo lugar, en relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Eurosistema seguirá realizando compras en el marco del APP al ritmo actual de 60 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre de 2017. A partir de enero de 2018 está previsto que las compras netas continúen a un ritmo mensual de 30 mm de euros hasta el final de septiembre de 2018, 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. 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/o la duración este programa.
- En tercer lugar, el Eurosistema reinvertirá los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP a medida que vayan venciendo, durante un período prolongado tras el final de sus compras netas de activos y, en todo

caso, durante el tiempo que sea necesario. Esto contribuirá a que las condiciones de liquidez sean favorables y a que la orientación de la política monetaria sea adecuada.

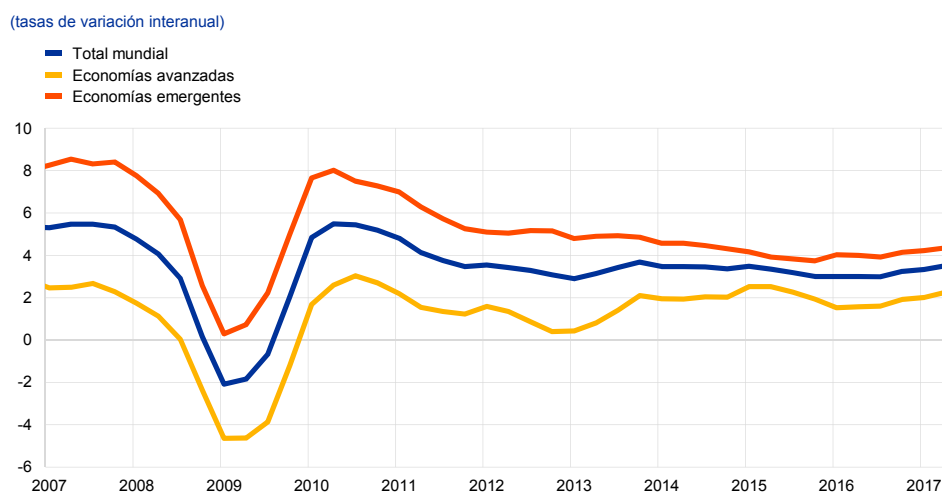
- En cuarto lugar, el Consejo de Gobierno también ha decidido que las operaciones principales de financiación y las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses continúen ejecutándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta que finalice el último período de mantenimiento de reservas de 2019.

Las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno tienen por objetivo mantener las condiciones de financiación muy favorables que aún son necesarias para un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. Aunque el ajuste de las compras de activos refleja la creciente confianza en la convergencia gradual de la inflación hacia el objetivo establecido, las presiones inflacionistas internas aún son débiles, en general, y las perspectivas económicas y la senda de inflación siguen dependiendo del apoyo continuado de la política monetaria. El Consejo de Gobierno concluyó que todavía se necesita un considerable grado de estímulo monetario para que las presiones sobre la inflación subyacente aumenten gradualmente y respalden la evolución de la inflación general a medio plazo.

El crecimiento mundial se ha extendido a todos los países, al tiempo que los indicadores de opinión apuntan a un ritmo sostenido. Desde el segundo semestre de 2016, la recuperación económica ha mostrado señales de creciente sincronización a escala global (véase gráfico 1). Además, los indicadores de opinión son acordes con un crecimiento mundial sostenido. En el tercer trimestre de 2017, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, permaneció en un nivel similar a los registrados durante la primera mitad del año, próximo a sus medias de largo plazo. Si se consideran las principales economías avanzadas, este índice se recuperó en Estados Unidos, pero retrocedió en Japón (y, en menor medida, en el Reino Unido) en comparación con el segundo trimestre. Por lo que respecta a las economías emergentes, el PMI trimestral aumentó en China y se incrementó ligeramente en Brasil, aunque se redujo en Rusia y en India (en este último país se situó por debajo del umbral de expansión).

Gráfico 1

Crecimiento del PIB mundial, en las economías avanzadas y en las economías emergentes



Fuente: Cálculos del BCE.

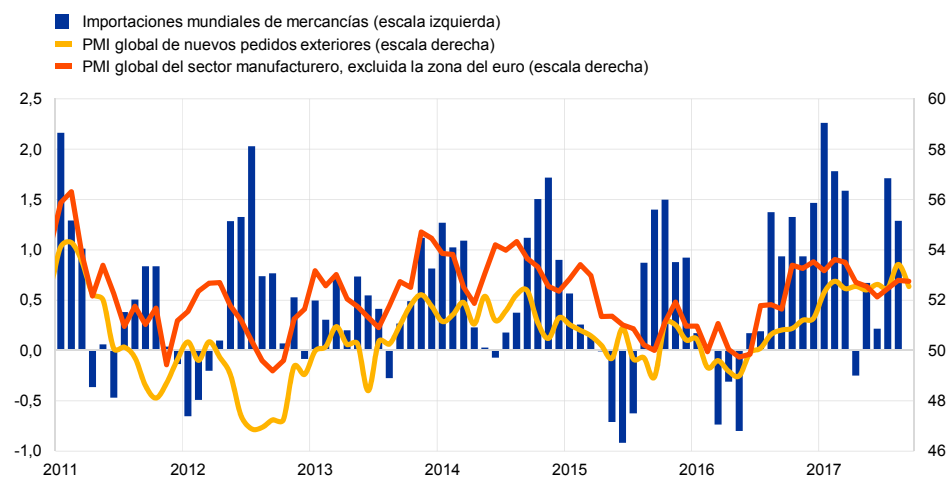
Nota: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2017.

Los indicadores sugieren que el comercio mundial se recuperó en el tercer trimestre de 2017. Tras experimentar una moderación en el segundo trimestre del año, el crecimiento del comercio mundial se fortaleció en julio y continuó siendo robusto en agosto, ya que la tasa de variación intertrimestral de las importaciones de mercancías en términos reales experimentó un sólido avance en julio, del 1,5 %, y en agosto se incrementó un 1,3 % (véase gráfico 2). La mejora observada esos dos meses estuvo impulsada principalmente por las economías avanzadas. Los indicadores adelantados siguen apuntando a unas perspectivas positivas en el corto plazo. En concreto, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se situó en el 52,8 en el tercer trimestre de 2017, próximo al nivel registrado en el primer semestre de este año y por encima de su media de largo plazo.

Gráfico 2

Comercio mundial y encuestas

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



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017 para las importaciones mundiales de mercancías y a septiembre de 2017 para los PMI.

La inflación mundial experimentó un repunte en agosto. Después de aumentar ligeramente hasta situarse en el 2 % en julio, la inflación interanual medida por los precios de consumo en los países miembros de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) siguió incrementándose hasta alcanzar el 2,2 % en agosto. Ese avance estuvo impulsado principalmente por la recuperación de los precios de la energía, aunque los precios de los alimentos también registraron una subida moderada. En esos países, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo sin variación, en el 1,8 %, en agosto.

Los precios del petróleo han mostrado una tendencia al alza en las últimas semanas. Esta evolución refleja señales persistentes de que el mercado se está reequilibrando, ya que la demanda sigue aumentando y las expectativas de los mercados de que el actual acuerdo de los países de la OPEP se prolongue más allá de marzo de 2018 se están afianzando. Las tensiones geopolíticas registradas después del referéndum sobre la independencia de la región del Kurdistán en Irak a finales de septiembre y la inquietud acerca de la imposición de sanciones a Irán por parte de Estados Unidos también han contribuido al aumento de las cotizaciones del petróleo. Los precios se mantienen muy por encima de los niveles observados antes del acuerdo alcanzado por la OPEP en noviembre de 2016.

Los datos económicos de Estados Unidos se están viendo afectados temporalmente por los recientes huracanes. Después de recuperarse hasta alcanzar una tasa anualizada del 3,1 % en el segundo trimestre, se espera que el crecimiento del PIB real de este país se debilite de forma transitoria en el tercer trimestre, debido al impacto económico de los recientes huracanes. No obstante, la experiencia de huracanes anteriores sugiere que la actividad económica debería recuperarse posteriormente a medida que los esfuerzos de reconstrucción cobren impulso. El retroceso general del empleo registrado en septiembre también se vio influenciado por los huracanes, aunque, fuera de las áreas afectadas, su

crecimiento fue bastante robusto, en consonancia con la mejora de las condiciones en el mercado de trabajo. La inflación general aumentó hasta situarse en el 2,2 %, en tasa interanual, en septiembre, impulsada por la subida temporal de los precios de la gasolina después de los huracanes, mientras que la inflación interanual medida por los precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable, en el 1,7 %, por quinto mes consecutivo. En su reunión de septiembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció que empezaría a normalizar su balance en octubre. Concretamente, indicó que los pagos de principal de sus tenencias de valores únicamente se reinvertirían en la medida en que superen determinados límites gradualmente crecientes.

En Japón, la actividad económica sigue siendo vigorosa y persisten las tensiones en el mercado de trabajo. En el segundo trimestre de 2017, el PIB real aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral. Esta cifra se revisó ligeramente a la baja con respecto a la estimación anterior, aunque se mantiene muy por encima del crecimiento potencial. En general, las perspectivas de la economía japonesa continúan siendo favorables, sustentadas en unas políticas acomodaticias, en la recuperación de la demanda externa y en la fortaleza del mercado de trabajo. La tasa de desempleo de este país se situó en el 2,8 % en agosto, al tiempo que la tasa de vacantes se incrementó hasta un nivel no observado desde principios de la década de los noventa. Aunque el crecimiento del salario base ha seguido siendo bajo, el reciente aumento de la productividad del trabajo en el sector no financiero sugiere que existe un margen cada vez más amplio de mayor crecimiento de los salarios. Mientras, la inflación general medida por los precios de consumo aumentó hasta el 0,7 %, en tasa interanual, en agosto, reflejando cierto impulso al alza de los indicadores de la inflación subyacente. En las elecciones generales que se celebraron el 22 de octubre, la coalición gobernante liderada por el primer ministro Shinzo Abe se aseguró la victoria con una mayoría parlamentaria de dos tercios.

En el Reino Unido, la actividad económica experimentó una acusada desaceleración en el primer semestre de 2017. Esta evolución se produjo después de dos trimestres de crecimiento inesperadamente sólido tras el referéndum sobre la pertenencia del país a la UE celebrado el año pasado. En el segundo trimestre de 2017, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,3 %, básicamente en consonancia con el trimestre anterior, pero inferior al 0,7 % del cuarto trimestre de 2016. La transmisión de la depreciación de la libra esterlina a los precios de consumo ha representado un importante lastre para el crecimiento, ya que ha afectado al consumo al reducir el poder adquisitivo de los hogares. Los indicadores recientes sugieren que la actividad económica también seguirá siendo débil en la segunda mitad del año. La inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó hasta el 3 % en septiembre. Desde que comenzaron oficialmente las negociaciones del Brexit el 19 de junio de 2017 de conformidad con el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea, se han celebrado cinco rondas de negociaciones entre la Unión y el Reino Unido, aunque hasta ahora se han adoptado muy pocas decisiones sobre las condiciones del acuerdo final.

En China, la actividad económica continúa siendo sólida. Después de aumentar con fuerza en el primer semestre del año, el crecimiento del PIB real de este país se debilitó ligeramente en el tercer trimestre de 2017 y se situó en el 6,8 % en tasa interanual, frente al 6,9% del trimestre precedente. Esta leve moderación fue acorde con los datos publicados recientemente sobre producción industrial, inversión en activos fijos y ventas del comercio al por menor. No obstante, los datos de encuestas correspondientes a septiembre han seguido siendo sólidos. La inflación medida por los precios de consumo se mantiene en niveles moderados y en septiembre registró un descenso, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de producción se incrementó hasta el 6,9 %, desde el 6,3 % de agosto, ya que los precios de las materias primas siguieron subiendo de forma pronunciada y los de las manufacturas también aumentaron. En octubre se celebró el XIX Congreso Nacional del Partido Comunista de este país, en el que se confirmó el actual liderazgo y se fijaron las orientaciones generales de política para los próximos cinco años.

2 Evolución financiera

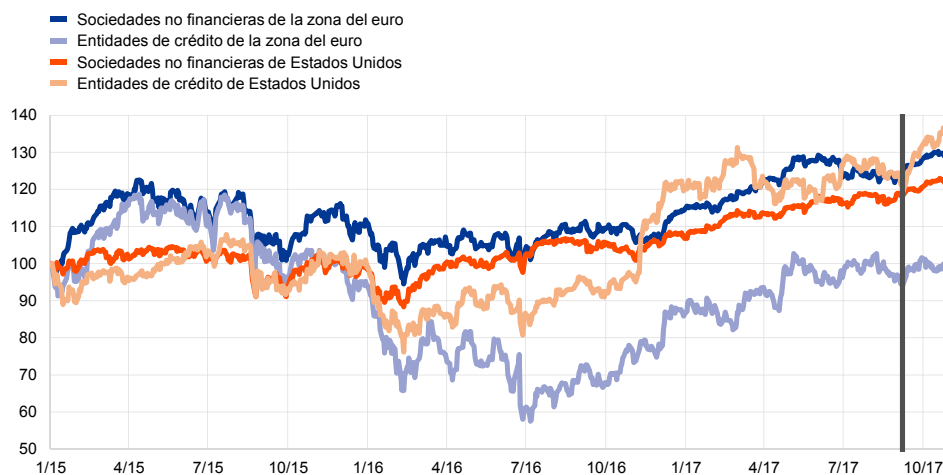
Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han aumentado con carácter general desde principios de septiembre. Durante el período de referencia (del 7 de septiembre al 25 de octubre), el tipo *swap* del eonia (OIS) a diez años de la zona del euro y el rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro al mismo plazo (medido por la media ponderada por el PIB de cada país) aumentaron en torno a 15 puntos básicos, hasta situarse en el 0,72 % y el 1,09 %, respectivamente. Los diferenciales de deuda soberana frente a los tipos *swap* del eonia libres de riesgo se mantuvieron prácticamente sin variación durante el período analizado, excepto en Portugal, donde cayeron alrededor de 60 puntos básicos en respuesta a una elevación de la calificación crediticia (a grado de inversión) por parte de Standard&Poor's. En el Reino Unido y en Estados Unidos, los rendimientos de los bonos soberanos se incrementaron alrededor de 40 puntos básicos y se situaron en el 1,41 % y el 2,43 %, respectivamente, en gran medida impulsados por las expectativas de los mercados en relación con la senda futura de la política monetaria en estos dos países.

Los índices amplios de los precios de las acciones de la zona del euro se anotaron subidas en el período analizado (véase gráfico 3). En la zona del euro, los precios de las acciones de las sociedades no financieras aumentaron alrededor de un 3,3 %, mientras que las cotizaciones del sector bancario registraron un alza del 6 %. Estos avances se debieron, en gran medida, a la disminución de la prima de riesgo de las acciones, acorde con la percepción de menores riesgos geopolíticos. En conjunto, las expectativas de sólido crecimiento de los beneficios continuaron sosteniendo las cotizaciones de la zona del euro, reflejando la mejora generalizada del entorno macroeconómico de la zona. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y de los bancos estadounidenses también se incrementaron en el período de referencia, con ganancias del 2,6 % y del 14 %, respectivamente. Las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos se han mantenido sin cambios, en general, en el 10 % y el 7 %, respectivamente —unos niveles que son relativamente bajos en términos históricos—.

Gráfico 3

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia, el 7 de septiembre de 2017. La última observación corresponde al 25 de octubre de 2017.

Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras descendieron durante el período considerado. El 19 de octubre, los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras con calificación de grado de inversión (con respecto a la media de la correspondiente curva de rendimientos de los bonos con calificación AAA de la zona del euro) eran, en promedio, 7 puntos básicos más bajos que a principios de septiembre y se situaban unos 80 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras con calificación inferior al grado de inversión también se estrecharon durante el período de referencia, en 30 puntos básicos, mientras que los diferenciales de la deuda del sector financiero se mantuvieron prácticamente sin cambios. Estos reducidos niveles y la compresión adicional de los diferenciales de los valores de renta fija privada están en consonancia con la mayor fuerza de la recuperación económica.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo prácticamente sin variación en torno al -0,36 % durante el período analizado.

El exceso de liquidez del sistema bancario aumentó en 52 mm de euros, aproximadamente, hasta situarse en 1.825 mm de euros, debido a las adquisiciones continuadas de valores en el marco del programa de compra de activos del BCE.

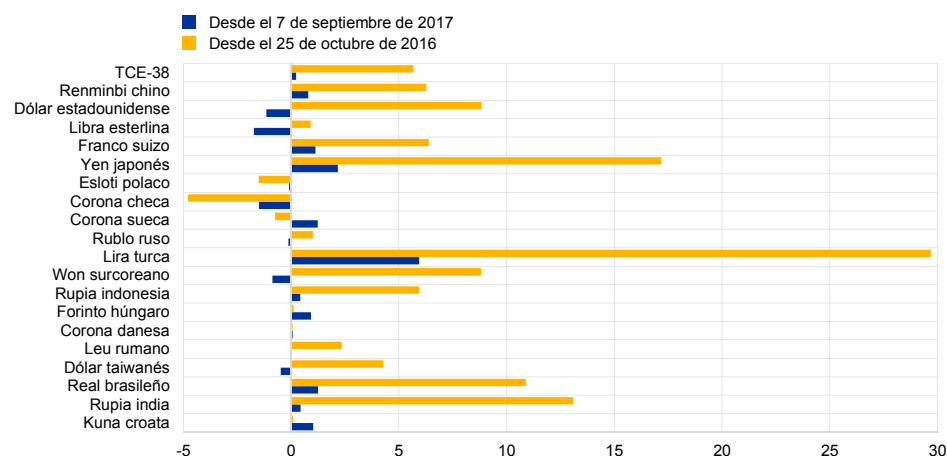
La curva de tipos *forward* del eonia registró un ligero movimiento al alza durante el período analizado. Este movimiento alcista estuvo impulsado por los plazos superiores a tres años, en los que los tipos *forward* del eonia se incrementaron en torno a 15 puntos básicos. La pendiente gradualmente ascendente de la curva sugiere que los participantes en el mercado continúan esperando que los tipos del eonia sigan siendo negativos durante un largo período, que se prolongará hasta mediados de 2020, aproximadamente.

En los mercados de divisas, el valor del euro se mantuvo básicamente sin variación, en términos efectivos nominales, durante el período considerado. El euro se depreció frente al dólar estadounidense (un 1,6 %) y a la libra esterlina (un 2,8 %), debido a las expectativas de los mercados en relación con la orientación relativa de la política monetaria de estos dos países. No obstante, esta depreciación se vio compensada, en gran medida, por evoluciones de signo contrario, en las que el euro se apreció frente a la mayoría de las demás monedas importantes, como el renminbi chino (un 0,8 %), el yen japonés (un 3,1 %) y el franco suizo (un 2,4 %). Además, el euro también se fortaleció frente a las monedas del grueso de las principales economías emergentes, así como frente a las de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, con la excepción de la corona checa y el esloti polaco (véase gráfico 4).

Gráfico 4

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a determinadas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: «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. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 25 de octubre de 2017.

3 Actividad económica

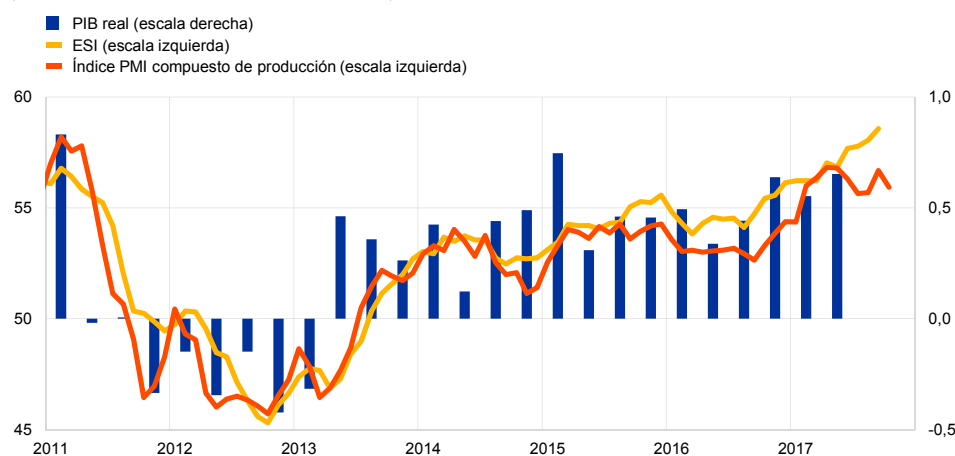
La expansión económica de la zona del euro continúa siendo sólida y generalizada.

El PIB real aumentó un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2017, tras registrar un crecimiento del 0,6 % en el trimestre anterior (véase gráfico 5), como consecuencia de la fuerte contribución positiva de la demanda interna. Al mismo tiempo, la aportación de la demanda exterior neta al avance del PIB fue negativa en el segundo trimestre de 2017, al tiempo que la de la variación de existencias fue neutral. Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, se mantienen en niveles elevados, lo que confirma las expectativas de un crecimiento robusto en la segunda mitad de 2017 con tasas prácticamente iguales a las observadas en los dos trimestres anteriores.

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 de difusión)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El ESI se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice PMI. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2017 para el PIB real, septiembre de 2017 para el ESI y octubre de 2017 para el índice PMI.

El consumo privado continúa aumentando y sigue siendo un determinante fundamental de la actual expansión económica.

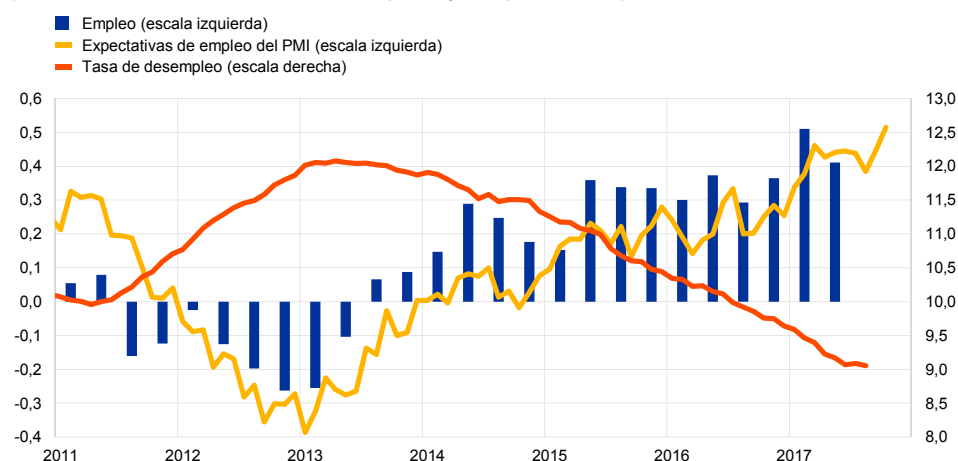
El gasto en consumo se incrementó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2017, tras registrar una tasa de crecimiento algo más baja en el trimestre anterior. Esta evolución se debió en gran parte al mayor poder adquisitivo resultante de la caída del 10 % de los precios del petróleo en euros entre el primer y el segundo trimestre de 2017. En términos interanuales, el consumo aumentó un 1,6 % en el segundo trimestre, lo mismo que en el primer trimestre de 2017. Este patrón estable contrasta con el retroceso del crecimiento de la renta real disponible de los hogares hasta el 1,4 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre, frente al 1,6 % del trimestre anterior. En consonancia con el hecho de que el crecimiento del consumo no experimentara cambios y con el menor avance de los ingresos en el segundo trimestre de 2017, la tasa de variación interanual del ahorro se redujo en ese período, situando la tasa de ahorro en un mínimo histórico del 12 %.

Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando, sosteniendo así la renta y el gasto en consumo de los hogares. El empleo aumentó de nuevo, un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2017, lo que se tradujo en un incremento interanual del 1,6 %, y actualmente se encuentra casi un 1 % por encima del máximo observado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 9,1 % en agosto de 2017, igual que en los dos meses precedentes y tres puntos porcentuales por debajo del máximo posterior a la crisis, alcanzado en abril de 2013 (véase gráfico 6). Este descenso fue generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos. El paro de larga duración (es decir, el número de personas que lleva al menos doce meses en situación de desempleo expresado en porcentaje de la población activa) también sigue disminuyendo, pero se mantiene muy por encima del nivel anterior a la crisis. La información procedente de las encuestas apunta a que los mercados de trabajo continuarán mejorando en los próximos meses. Asimismo, en algunos países y sectores se observan cada vez más señales de escasez de mano de obra.

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 dividido por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2017 para el empleo, octubre de 2017 para el índice PMI y agosto de 2017 para el desempleo.

Se espera que el crecimiento del consumo mantenga su capacidad de resistencia, salvo que se registre volatilidad a corto plazo. Los datos recientes sobre el comercio minorista y las matriculaciones de automóviles apuntan actualmente a un crecimiento intertrimestral del gasto en consumo en el tercer trimestre de 2017 menor que en el segundo trimestre. Sin embargo, estos datos tienden a mostrar cierta volatilidad, mientras que otros indicadores señalan la continuación de la sólida evolución subyacente del consumo. Por ejemplo, un nuevo avance del empleo, como sugieren los indicadores de opinión más recientes, también debería seguir respaldando la renta agregada y, por lo tanto, el gasto en consumo. Además, la riqueza neta de los hogares continuó aumentando a tasas elevadas, lo que favoreció aún más el gasto en consumo. Estos factores pueden explicar, en parte, por qué la confianza de los consumidores mejoró

nuevamente en el tercer trimestre antes de alcanzar su valor más alto desde abril de 2001 en octubre.

Después de avanzar con fuerza en el segundo trimestre de 2017, la inversión empresarial debería seguir creciendo en el tercer trimestre. La inversión, excluida la construcción, que avanzó un 3,5 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2017, se vio impulsada por la inversión en activos de propiedad intelectual y en maquinaria y bienes de equipo no relacionados con el transporte. Por lo que se refiere al tercer trimestre, la persistencia de unas condiciones favorables en el sector de bienes de equipo, como la creciente utilización de la capacidad productiva, el incremento de los pedidos, la mayor confianza y el aumento de la demanda, señalan, en general, una continuación del actual dinamismo de la inversión. Los datos mensuales sobre la producción de bienes de equipo hasta agosto también sugieren que la inversión empresarial aumentó a principios del tercer trimestre. En cuanto a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de este sector apuntan a una ralentización del crecimiento en el tercer trimestre de 2017. Sin embargo, los indicadores de opinión sobre la situación de la demanda y la valoración de las carteras de pedidos del sector, así como el número de visados de obra nueva, siguen siendo acordes con una dinámica subyacente positiva a corto plazo.

De cara al futuro, se espera que la inversión siga contribuyendo de forma significativa al crecimiento. La inversión debería continuar beneficiándose de unos niveles elevados de confianza empresarial y de la reducción de la incertidumbre, así como de la creciente utilización de la capacidad productiva, de unas condiciones de financiación muy favorables, del incremento de los beneficios empresariales y de la creciente necesidad de modernizar el *stock* de capital. Según las cuentas sectoriales de la zona del euro, el excedente bruto de explotación de las empresas aumentó en el segundo trimestre de 2017, aunque a una tasa interanual más baja que en el trimestre anterior, y las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro, disponibles hasta agosto, se mantienen en niveles elevados. En cuanto a la inversión en construcción, factores como el incremento de la renta disponible de los hogares y la mejora de las condiciones de concesión del crédito deberían sostener la demanda de este sector. Al mismo tiempo, se espera que algunos factores, como las expectativas de crecimiento más débil a medio plazo y las limitaciones de la capacidad de intermediación de las entidades de crédito en algunos países, sigan lastrando las perspectivas de inversión.

A pesar de las perspectivas de desaceleración del crecimiento en el tercer trimestre de 2017, los indicadores de comercio apuntan a un ritmo de crecimiento sostenido en el futuro. Las exportaciones totales de la zona del euro aumentaron un 0,9 % en el segundo trimestre, debido a la fortaleza de las exportaciones de bienes. Los datos mensuales sobre el comercio de bienes hasta agosto sugieren que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro seguirán registrando un crecimiento positivo en el tercer trimestre de 2017, en consonancia con la recuperación de la demanda externa, si bien a un ritmo más lento que en el segundo trimestre. En los dos primeros meses del tercer trimestre de

2017, las exportaciones parecen haberse sustentado en la demanda procedente de China, Estados Unidos, América Latina y, en menor medida, de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, mientras que la contribución del Reino Unido y Asia (excluida China) fue negativa. Los indicadores adelantados, como los resultados de las encuestas, siguen señalando mejoras continuas de la demanda externa, al tiempo que los nuevos pedidos exteriores de manufacturas recibidos de países de fuera de la zona del euro han vuelto a aumentar.

En conjunto, los indicadores económicos más recientes están en consonancia, en general, con la continuación de un patrón de crecimiento robusto en la segunda mitad de 2017. La producción industrial (excluida la construcción) experimentó un fuerte incremento en agosto. En consecuencia, en julio y agosto la producción se situó, en promedio, un 1 % por encima del nivel del segundo trimestre del año, en el que aumentó un 1,2 % en tasa intertrimestral. Los indicadores de opinión más recientes también señalan una dinámica de crecimiento sólida a corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en un nivel de 56 en el tercer trimestre de 2017, frente al 56,6 del segundo, antes de descender hasta 55,9 entre septiembre y octubre. Al mismo tiempo, el indicador ESI de la Comisión Europea pasó de 110 en el segundo trimestre a 112,1 en el tercero (véase gráfico 5). Tanto el ESI como el PMI se mantienen por encima de sus respectivas medias de largo plazo.

De cara al futuro se espera que continúe la actual expansión económica sólida y generalizada. Las medidas de política monetaria del BCE han facilitado el proceso de desapalancamiento y siguen apoyando la demanda interna. El consumo privado se sustenta en el incremento del empleo, que también se ha visto favorecido por las anteriores reformas de los mercados de trabajo, y en el aumento de la riqueza de los hogares. La recuperación de la inversión empresarial continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y de las mejoras de la rentabilidad de las empresas. La inversión en construcción también se ha fortalecido. Además, la recuperación mundial generalizada está respaldando las exportaciones de la zona del euro. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de octubre, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2017, 2018 y 2019 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de julio.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Por un lado, el fuerte impulso cíclico, como pone de manifiesto la reciente evolución de los indicadores de sentimiento económico, podría deparar nuevas sorpresas positivas en lo que respecta al crecimiento. Por otro, los riesgos a la baja siguen estando relacionados principalmente con factores de carácter global y con la evolución de los mercados de divisas.

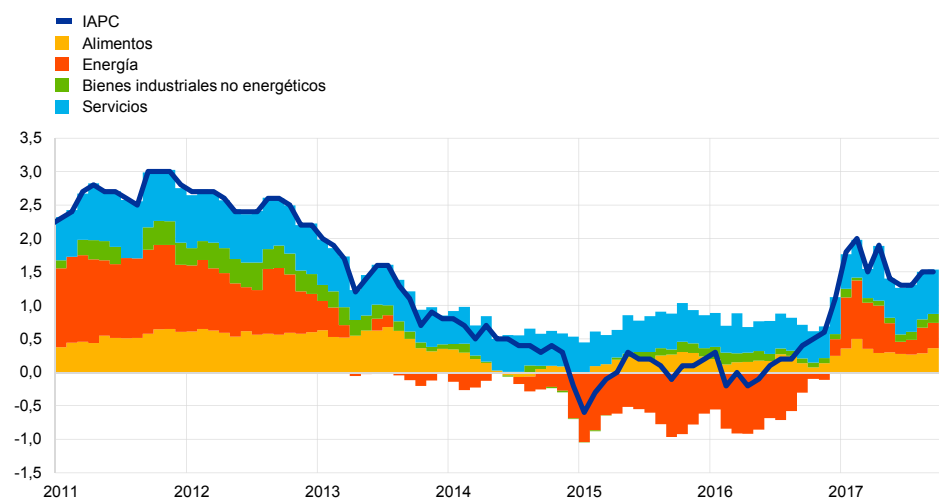
4 Precios y costes

La inflación medida por el IAPC general fue del 1,5 % en septiembre, sin variación con respecto a agosto (véase gráfico 7). Esta tasa invariable ocultó un incremento de la tasa de variación de los precios de los alimentos, que se vio compensado por una ligera reducción de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (que se situó en el 1,1 % en septiembre, frente al 1,2 % de agosto), que, a su vez, reflejó principalmente un descenso de la tasa de inflación correspondiente al transporte, un subcomponente volátil de los servicios.

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 septiembre de 2017.

Una gran variedad de indicadores de la inflación subyacente han registrado un moderado aumento desde principios de 2017. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha recuperado más de la mitad de la diferencia entre la media del 0,8 % observada en el cuarto trimestre de 2016 y su media de largo plazo del 1,4 %, debido, en parte, a los fuertes incrementos de la inflación en los servicios de transporte y alojamiento (subcomponentes de los servicios). Sin embargo, los indicadores de la inflación subyacente aún no han mostrado signos más convincentes de un ajuste sostenido al alza.

El crecimiento interanual del deflactor del PIB, que puede considerarse un indicador amplio de la evolución subyacente de los precios internos, repuntó hasta situarse en el 1 % en el segundo trimestre de 2017, frente al 0,7 % del trimestre precedente. Aunque la contribución de los costes laborales unitarios disminuyó ligeramente, este descenso se vio contrarrestado con creces por una mejora de los beneficios unitarios (que puede reflejar la volatilidad relacionada con la debilidad observada en el trimestre anterior, pero también podría deberse al menor lastre derivado de la relación real de intercambio). La reciente recuperación

del deflactor del PIB ha hecho que su evolución vuelva a estar más en línea con la de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos¹.

La apreciación del tipo de cambio del euro durante el verano ha reducido las presiones inflacionistas externas. El incremento observado en el tipo de cambio efectivo nominal del euro durante el verano se ha reflejado en un descenso de la inflación de los precios de importación. La tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio, que previsiblemente se trasladará a la inflación de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos, se situó en el -0,1 % en julio y el -0,3 % en agosto, frente al máximo reciente del 1,3 % registrado en abril. Sin embargo, en términos más generales, la traslación de la apreciación del euro a las cadenas internas de producción y de comercio minorista está sujeta a un alto grado de incertidumbre y depende, entre otros factores, de un posible ajuste de los márgenes. Hasta ahora, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se ha mantenido estable. En agosto se situó en el 0,3 %, sin variación desde junio y solo ligeramente por encima de los niveles observados a principios de 2016.

El crecimiento de los salarios se ha incrementado levemente, pero aún permanece muy por debajo de las medias históricas. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del 1,6 % en el segundo trimestre de 2017, frente al 1,5 % del trimestre anterior, continuando con el aumento desde el mínimo del 1,1 % registrado en el segundo trimestre de 2016. Pese a este repunte, el crecimiento salarial se mantiene muy por debajo de su media del 2,1 % desde 1999. Tras la revisión de los datos, el crecimiento interanual de la remuneración por hora trabajada ha seguido una evolución prácticamente similar al de la remuneración por asalariado en los últimos años. Entre los factores que pueden haber estado lastrando el avance de los salarios se incluyen un grado de holgura significativo en el mercado de trabajo, el débil crecimiento de la productividad, la baja inflación registrada anteriormente y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis financiera.

Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido básicamente estables (véase gráfico 8). El 25 de octubre de 2017, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,64 %. De cara al futuro, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación siguen señalando un período prolongado de baja inflación, y solo un retorno muy gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 %. La probabilidad de deflación implícita en los mercados de opciones de inflación sigue siendo muy baja y continúa sugiriendo que el riesgo de deflación se mantiene contenido. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2017, las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro se han revisado al alza hasta el 1,9 % (aumento del 1,83 % al 1,88 %).

¹ Véase el recuadro titulado «¿Qué factores han determinado la reciente disociación entre el deflactor del PIB y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016.

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.

Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta septiembre de 2017. Las proyecciones de Consensus Economics correspondientes a 2019 y 2021 provienen de las previsiones de octubre. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se obtienen de los *swaps* cupón cero de inflación medida por el IAPCx (IAPC de la zona del euro excluido el tabaco). Las últimas observaciones corresponden al 25 de octubre de 2017.

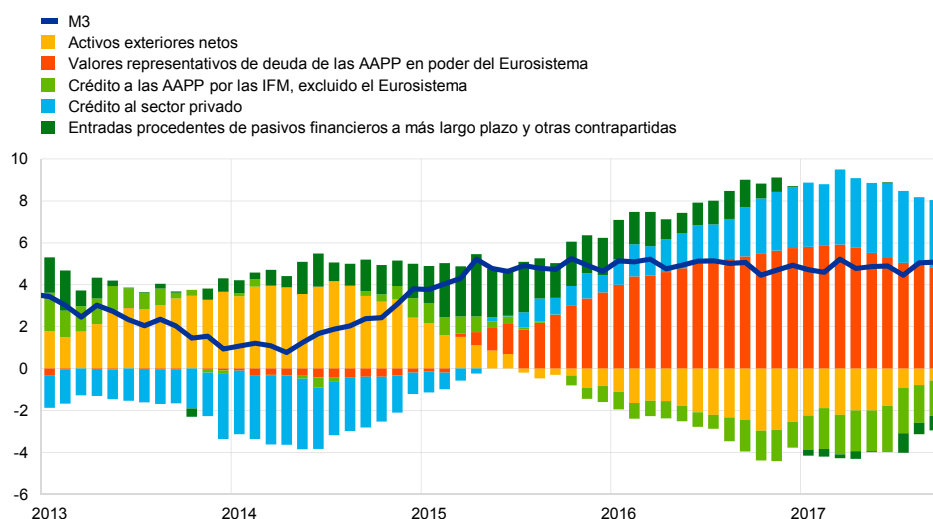
La inflación de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro volvió a aumentar en el segundo trimestre de 2017. Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda de la zona del euro se incrementaron en un 4,1 %, en términos interanuales, en el segundo trimestre de este año, frente al 3,8 % registrado en el primer trimestre, lo que confirma un nuevo fortalecimiento y la generalización del ciclo de precios de la vivienda.

5 Dinero y crédito

El agregado monetario amplio continuó creciendo a un ritmo sólido. La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta situarse en el 5,1 % en septiembre de 2017 (frente al 5 % de agosto) y ha estado fluctuando alrededor de dicho registro desde mediados de 2015 (véase gráfico 9). El bajo coste de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y el impacto de las medidas de política monetaria del BCE continuaron respaldando el avance de M3. El crecimiento interanual de M1 se incrementó hasta alcanzar una tasa del 9,7 % en septiembre (frente al 9,5 % de agosto) y fue de nuevo el componente que más contribuyó al crecimiento de M3.

Gráfico 9
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por lo tanto, incluye las tenencias de valores representativos de deuda del Eurosistema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). La última observación corresponde a septiembre de 2017.

Las contrapartidas internas del agregado monetario amplio volvieron a ser el principal factor impulsor del avance de M3. En primer lugar, las adquisiciones de deuda pública por parte del Eurosistema 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 segundo lugar, la recuperación gradual del crédito al sector privado ejerció un efecto positivo en el avance de este agregado (véanse las barras azules del gráfico 9). En este concepto se incluyen tanto los préstamos otorgados por las IFM al sector privado como las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Estas últimas también comprenden las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el marco del CSPP. En tercer lugar, la tasa de variación interanual negativa de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM respaldó el crecimiento de M3 (se incluyen junto con otras contrapartidas de M3 en las barras de color verde

oscuro del gráfico 9). Esta evolución se explica, en parte, por el limitado atractivo de los depósitos a largo plazo y de los bonos bancarios en el entorno de una curva de rendimientos relativamente plana. En cambio, la contribución al crecimiento de M3 procedente del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, se mantuvo negativa (véanse las barras de color verde claro del gráfico 9).

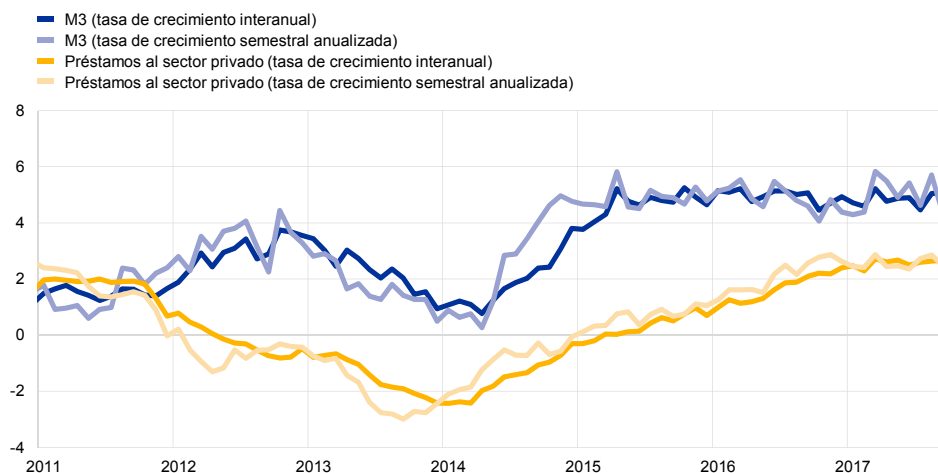
Los activos exteriores netos de las IFM continuaron ejerciendo presiones a la baja sobre el crecimiento interanual de M3 (véanse las barras amarillas del gráfico 9), como consecuencia, en parte, de las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP. Al mismo tiempo, las salidas interanuales de activos exteriores netos de las IFM se redujeron algo, debido parcialmente al aumento de las compras netas de valores distintos de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes, que compensaron en cierta medida las ventas netas de deuda pública de la zona del euro por parte de este sector.

Prosigue la recuperación gradual del crecimiento del crédito. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería [*notional cash pooling*]) aumentó ligeramente en septiembre (véase gráfico 10). Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras aumentó levemente hasta situarse en el 2,5 % en septiembre (frente al 2,4 % de agosto), mientras que la de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 2,7 % (véase el recuadro titulado «Tendencias recientes del crédito al consumo en la zona del euro», en este número del Boletín Económico). La significativa disminución de los tipos de interés del crédito bancario observada en toda la zona del euro desde mediados de 2014 (debido principalmente a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y la mejora general de las condiciones de concesión de préstamos bancarios han sustentado la recuperación del crecimiento del crédito. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos (NPL) sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la capacidad de intermediación de los bancos.

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 nacional de tesorería. La última observación corresponde a septiembre de 2017.

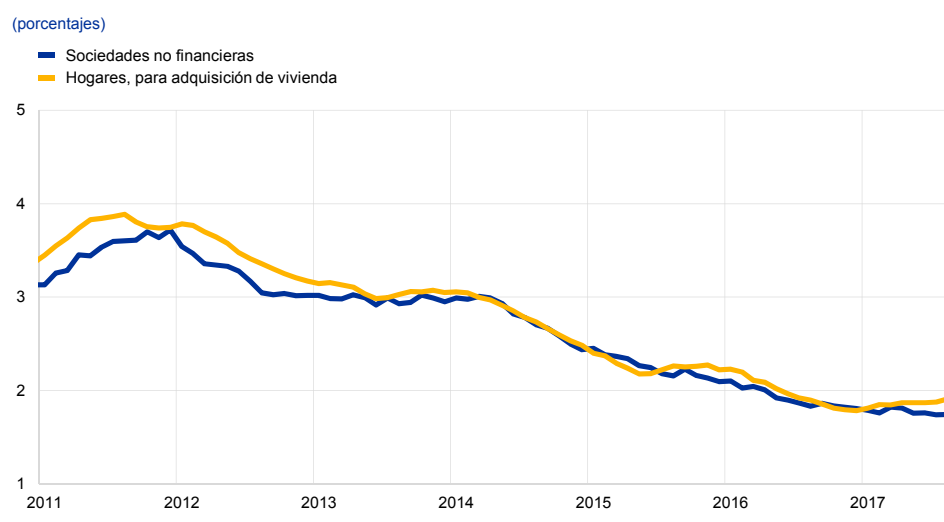
La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2017 sugiere que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por el incremento de la demanda por parte de las empresas y los hogares y por la relajación de los criterios de concesión de los préstamos a hogares. En el tercer trimestre de 2017, los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se relajaron, mientras que permanecieron prácticamente sin cambios para los préstamos a empresas. Las presiones competitivas y la menor percepción de riesgo debido a la mejora de las perspectivas económicas contribuyeron de forma importante a relajar los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares. Las entidades de crédito también indicaron que se había incrementado la demanda neta en todas las categorías de préstamos. La mayor inversión en capital fijo, las fusiones y adquisiciones, el bajo nivel general de los tipos de interés y las favorables perspectivas del mercado de la vivienda fueron factores importantes que impulsaron la demanda. Las entidades de crédito participantes en la encuesta indicaron que el programa de compra de activos del BCE había seguido contribuyendo a relajar las condiciones aplicadas a los préstamos en los seis meses anteriores, al tiempo que había tenido un impacto adverso en su rentabilidad. Asimismo, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósitos del BCE había continuado teniendo un efecto negativo en los tipos de interés del crédito bancario y un efecto positivo en los volúmenes de préstamos a empresas y a hogares de la zona del euro en los últimos seis meses.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron en mínimos históricos, o próximos a ellos. En agosto de 2017, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras permaneció en el mínimo histórico del 1,74 % que registró en julio. El tipo de interés sintético de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó aumentando ligeramente, hasta situarse en el

1,91 % en agosto, frente a su registro mínimo del 1,78 % alcanzado en diciembre de 2016 (véase gráfico 11). Los tipos sintéticos del crédito a estos dos sectores de la zona del euro han disminuido más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014 y, entre mayo de 2014 y agosto de 2017, cayeron 119 y 100 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, esta caída fue especialmente pronunciada en los países vulnerables, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en la zona del euro. En el 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 se estrechó de forma sustancial, señalando una mejora considerable de las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas con respecto a las de las grandes empresas.

Gráfico 11

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



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo, utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a agosto de 2017.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó en el tercer trimestre de 2017. Los datos del BCE más recientes señalan que, en julio y en agosto de 2017, la suma de los flujos netos de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras fue ligeramente superior a la observada en el segundo trimestre de 2017. Datos recientes procedentes del mercado sugieren que la actividad emisora se fortaleció algo en septiembre y en octubre. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras pasó a ser levemente negativa en julio y en agosto de 2017, debido a las recompras de acciones registradas en julio.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo favorables. Se estima que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos

bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, disminuyó hasta situarse en torno al 4,4 % en septiembre y en la primera quincena de octubre de 2017. En consecuencia, el coste estimado de la financiación se sitúa unos 35 puntos básicos por encima del mínimo histórico registrado en julio de 2016, pero aún se mantiene considerablemente por debajo de los niveles observados en el verano de 2014. La evolución del coste de las acciones explica dos tercios de la caída que ha experimentado el coste total estimado de la financiación desde julio de 2017. Además, el coste estimado de la deuda, expresado como la media ponderada del coste de la financiación bancaria y del coste de la financiación mediante valores de renta fija, también ha disminuido ligeramente, alcanzando nuevos mínimos históricos. El CSPP del BCE está contribuyendo a reducir el coste de los valores de renta fija.

Recuadros

1 ¿Influye el comercio en el crecimiento de la productividad?

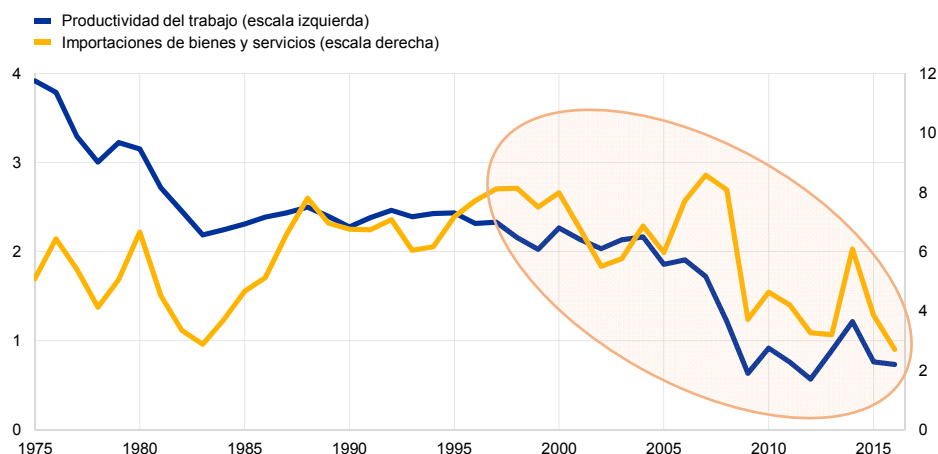
En este recuadro se analiza el impacto del comercio sobre el crecimiento de la productividad del trabajo a medio plazo en las principales economías emergentes y avanzadas, en un entorno de menor productividad y de contracción del comercio a escala mundial. La teoría económica sugiere que existe una relación positiva entre estas dos variables y que una mayor participación en el comercio internacional aumenta la productividad.

El crecimiento de la productividad del trabajo y del comercio mundial ha perdido impulso desde finales de los años noventa. Esta desaceleración se intensificó notablemente después del estallido de la crisis financiera mundial en 2007. La productividad laboral —que se define como el PIB real dividido por el número de trabajadores— disminuyó en las economías avanzadas desde tasas que se mantuvieron prácticamente estables en torno al 2 % antes de la crisis, hasta niveles inferiores al 1 %. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de las importaciones de la OCDE se redujo desde aproximadamente el 7 % observado en las dos décadas anteriores a la crisis financiera hasta situarse por debajo del 3 % en los últimos años (véase gráfico A).

Gráfico A

Crecimiento de la productividad del trabajo y del comercio en las economías avanzadas

(porcentaje de medias móviles de cinco años)



Fuentes: Cálculos del BCE, OCDE y The Conference Board 2016.

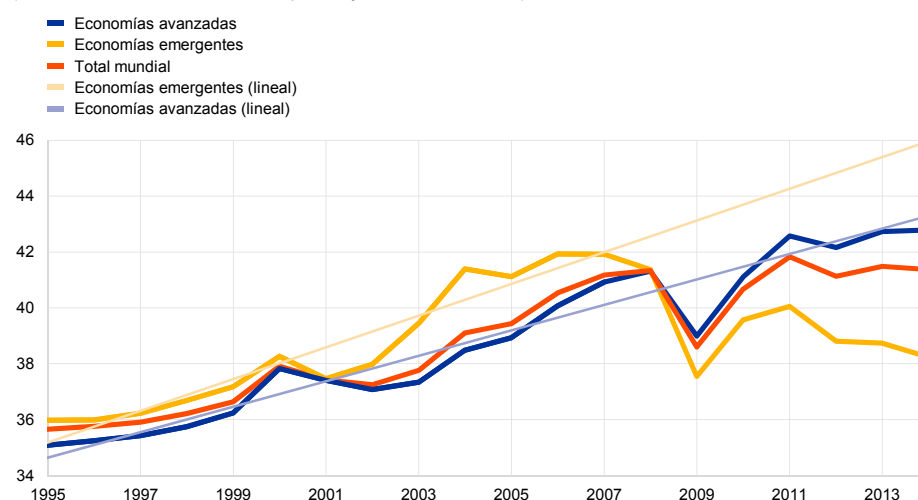
Notas: La productividad del trabajo es una media ponderada de las economías avanzadas que se basa en el PIB en términos de paridad del poder adquisitivo y se refiere al producto por trabajador.

Una característica fundamental de la desaceleración del comercio mundial ha sido el reciente estancamiento de la expansión de las cadenas globales de valor (CGV). En los últimos años, el porcentaje del comercio mundial relacionado

con las CGV ha oscilado en torno al 41 % (véase gráfico B). Un análisis más detallado revela discrepancias importantes entre países. Mientras que en las economías avanzadas esta proporción se ha mantenido en niveles más próximos a la tendencia observada antes de la crisis, en las economías emergentes parece que la fragmentación internacional de las cadenas de producción se ha ralentizado e incluso invertido parcialmente después de la crisis financiera.

Gráfico B Participación en las cadenas globales de valor

(comercio relacionado con las CGV en porcentaje del comercio mundial)



Notas: La participación en las CGV se calcula sumando el contenido importador de las exportaciones a la cuota de exportaciones que son transformadas y posteriormente reexportadas por los socios comerciales. Los datos subyacentes se presentan en términos nominales; el indicador se ha ajustado para excluir el valor añadido de los sectores energéticos y evitar así que las variaciones de los precios del petróleo introduzcan distorsiones en el indicador.

La teoría económica apunta a que existe una relación positiva entre el comercio y la productividad, ya que se considera que los intercambios comerciales incrementan la productividad. Los modelos recientes que analizan la conexión entre el comercio y la productividad se centran en el efecto del comercio sobre la competencia. Esta línea de investigación defiende que una mayor exposición al comercio de bienes aumenta la competencia entre empresas heterogéneas, lo que provoca una reasignación de los recursos hacia las empresas más productivas, mientras que las menos productivas se ven obligadas a abandonar el mercado (véase, por ejemplo, Melitz²; Melitz y Ottaviano³, entre otros). La mayor competencia procedente de los productos importados favorece la inversión de las empresas en mejoras tecnológicas, mientras que la disponibilidad de una mayor variedad de bienes intermedios puede reducir los costes de estos bienes. Por lo que respecta a las exportaciones, la posibilidad de expandirse a mercados (de exportación) de mayor tamaño proporciona incentivos para mejorar la eficiencia o la calidad de la producción, aumentando así la productividad dentro de las empresas.

² M. Melitz, «The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity», *Econometrica*, vol. 71, n.º 6, 2003, pp. 1695-1725.

³ M. Melitz y G. Ottaviano, «Market size, trade, and productivity», *Review of Economic Studies*, vol. 75, 2008, pp. 295-316.

Dada la mayor disponibilidad de datos sobre la participación en las CGV, una línea más reciente de la literatura examina el vínculo entre la productividad y la interacción de las empresas dentro de las cadenas de producción mundiales.

La productividad aumenta como consecuencia de la interacción de las empresas dentro de las cadenas de producción mundiales a través de dos mecanismos. En primer lugar, cuando se externalizan partes de la producción a proveedores internacionales se obtienen ganancias de eficiencia en forma de reducción de costes o de mejora de la calidad y, por tanto, crece la productividad. En segundo lugar, la participación en cadenas de producción internacionales suele conllevar un desbordamiento (*spillover*) de conocimientos, que reduce la distancia a la frontera tecnológica y, en consecuencia, impulsa la productividad de las empresas. La literatura que estudia la conexión entre la participación en las CGV, el comercio y la productividad es muy reciente. Por ejemplo, Schwörer⁴ utiliza datos europeos para encontrar evidencia de que la deslocalización de determinadas actividades puede aumentar la productividad de las empresas. Constantinescu *et al.*⁵ observan que la participación en las CGV está asociada a una mayor productividad del trabajo a escala mundial.

Para investigar los diversos canales de transmisión entre el crecimiento del comercio y el de la productividad se utiliza un modelo empírico. En concreto, el modelo base que se ha empleado es una regresión con datos de panel con efectos fijos que explica la productividad del trabajo con distintas variables relativas al comercio que reflejan los canales de importación y de exportación, así como el comercio relacionado con las CGV. Se utilizaron dos indicadores de la participación en las CGV: uno refleja el contenido importador de las exportaciones (participación hacia atrás o *backward* en las CGV) mientras que el otro añade las exportaciones que son transformadas y posteriormente reexportadas por los socios comerciales (participación hacia delante o *forward* en las CGV). La muestra de datos es anual y abarca 13 sectores manufactureros de un conjunto de 40 economías avanzadas y emergentes durante el período comprendido entre 1996 y 2007. Siguiendo a Bernard, Jensen y Schott⁶, los datos se dividen en períodos de tres años que no se solapan y la variación de las variables relativas al comercio y las CGV en un trienio determinado explica los cambios de la productividad durante los tres años siguientes⁷.

Los resultados sugieren que existe una relación positiva y significativa entre la productividad y el comercio internacional (en términos reales). En el caso del sector manufacturero (excluidas las industrias relacionadas con el petróleo), la regresión de la columna (1) del cuadro A muestra un vínculo positivo entre las tasas de crecimiento del total de exportaciones y del total de importaciones de bienes y servicios, por un lado, y el crecimiento de la productividad del trabajo, por otro. Cuando se divide el comercio entre bienes finales y bienes intermedios, los resultados muestran que las importaciones en términos reales de los servicios y

⁴ T. Schwörer, «Offshoring, domestic outsourcing and productivity: evidence for a number of European countries», *Review of World Economics*, vol. 149, 2013, pp. 131-149.

⁵ C. Constantinescu, A. Mattoo, y M. Ruta, «Does vertical specialization increase productivity?», Banco Mundial, *Policy Research Working Paper 7978*, 2017.

⁶ A. Bernard, J. Jensen y P. Schott, «Trade costs, firms and productivity», *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, 2006, pp. 917-937.

⁷ Esta modelización evita problemas de endogeneidad y refleja la posible dimensión temporal en la que se materializan la transmisión de conocimientos y los efectos de la competencia.

bienes intermedios son las que más influyen en la productividad, lo que sugiere que las ganancias de eficiencia más importantes que se derivan del comercio se obtienen gracias a la mayor competencia en el mercado interno y al acceso a costes de bienes intermedios más reducidos.

Entre las distintas variables relativas al comercio, los intercambios comerciales relacionados con las CGV son el factor que más afecta a la productividad y, por tanto, a la actividad. Si se dividen las importaciones de bienes intermedios entre las relacionadas y las no relacionadas con las CGV, solo las primeras son estadísticamente significativas en términos de la productividad del trabajo. Esto indicaría que, aparte de las mejoras de la productividad que se logran a través del canal de los costes de los bienes intermedios, la integración internacional de los procesos de producción ofrece una fuente adicional de aumento de la productividad del trabajo, posiblemente mediante los efectos de la transmisión de conocimientos. *Ceteris paribus*, un incremento de 10 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento del comercio relacionado con las CGV aumenta el crecimiento de la productividad en alrededor de 0,5 puntos porcentuales. Los resultados son cualitativamente similares para la participación tanto *backward* como *forward* en las CGV.

Cuadro

Resultados de la regresión; sector manufacturero (excluido el petróleo)

(variable dependiente: productividad del trabajo; todas las variables están expresadas en diferencias logarítmicas; todas las variables relativas al comercio y las CGV están desfasadas un período)

	Todos los países				Economías avanzadas		BRIC	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(3)	(4)	(3)	(4)
Capital/asalariado	0,405***	0,404***	0,410***	0,411***	0,289***	0,291***	0,332***	0,326***
Total exportaciones	0,052**							
Total importaciones	0,007							
Exportaciones finales		-0,014						
Exportaciones intermedias		0,029						
Importaciones finales		-0,005	-0,004	-0,004	-0,026	-0,026	-0,072	-0,070
Importaciones intermedias		0,076*						
Importaciones intermedias no relacionadas con CGV			0,015	0,015	0,025*	0,025*	0,040	0,039
Participación <i>backward</i> en CGV			0,045**		0,041*		0,136*	
Participación <i>forward</i> en CGV				0,054**		0,049*		0,152
Observaciones	1032	1032	1012	1012	728	728	104	104
R ²	0,450	0,453	0,459	0,460	0,467	0,468	0,468	0,468

Fuente: Estimaciones de expertos del BCE.

Notas: La muestra corresponde al período comprendido entre 1996 y 2007 que se divide en cuatro medias de períodos de tres años. La regresión incluye efectos fijos a nivel de país y período para captar las diferencias de tecnología en los distintos países y períodos de tiempo. Los efectos fijos a nivel de sector se han eliminado de la regresión porque no eran significativos. Todas las variables se presentan en términos reales. Los asteriscos indican significatividad estadística al 10 % (un asterisco), al 5 % (dos asteriscos) y al 1 % (tres asteriscos) basada en errores estándar robustos.

Sin embargo, la importancia relativa de los indicadores del comercio relacionado con las CGV para la productividad difiere entre las economías avanzadas y las grandes economías emergentes. En las economías avanzadas, el indicador más amplio para aproximar el comercio relacionado con las CGV (que incluye la participación *forward*) tiene un impacto sobre la productividad algo más pronunciado que el indicador más reducido (participación *backward*), lo que se explicaría por el efecto positivo que ejerce el aprendizaje mediante la exportación. Entre las principales economías emergentes (Brasil, Rusia, India y China, denominadas «BRIC»), la magnitud de los coeficientes estimados para el indicador de participación *backward* en las CGV es significativamente mayor que en las economías avanzadas, lo que sugiere que, en estos países, la productividad se ve más beneficiada por la participación *backward*, mientras que el indicador más amplio para aproximar el comercio relacionado con las CGV resulta ser ligeramente insignificante.

En conjunto, el análisis sugiere que el comercio mundial y, en particular, la participación en las CGV afectan de forma considerable a la productividad del trabajo a medio plazo. Por lo tanto, un nuevo debilitamiento del comercio internacional —por ejemplo, si se incrementa el uso de medidas proteccionistas— podría suponer costes económicamente significativos en términos de menor crecimiento de la productividad del trabajo.

El ajuste del programa de compra de activos del BCE

En su reunión del 26 de octubre de 2017, el Consejo de Gobierno del BCE decidió ajustar el programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés). Confirmó que las compras que se efectúen en el marco del APP seguirán realizándose al ritmo actual de 60 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre de 2017 y que, a partir de enero de 2018, se pretende que las compras netas de activos continúen a un ritmo mensual de 30 mm de euros hasta septiembre de 2018, o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en cualquier caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. En consonancia con comunicaciones recientes, el Consejo de Gobierno reiteró su disposición a ampliar el APP en términos del volumen de las adquisiciones y/o la duración del programa si las perspectivas pasan a ser menos favorables o si las condiciones financieras dejan de ser acordes con nuevos avances hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación. El Consejo de Gobierno también confirmó que el Eurosistema reinvertirá los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo durante un período prolongado una vez finalizadas sus compras netas de activos y, en cualquier caso, mientras sea preciso para contribuir a que las condiciones de liquidez sean favorables y para mantener una orientación adecuada de la política monetaria. En este recuadro se explican los fundamentos de la decisión del Consejo de Gobierno de ajustar el APP y los principales canales de transmisión del programa.

Fundamentos para ajustar el APP

En enero de 2015, el Consejo de Gobierno decidió poner en marcha el APP con el fin de abordar los riesgos de que se registrara un período demasiado prolongado de inflación baja. Entre marzo de 2015 y marzo de 2016, el Eurosistema adquirió valores de los sectores público y privado a un ritmo de 60 mm de euros mensuales. Para acelerar el retorno de las tasas de inflación a niveles acordes con la definición de estabilidad de precios del BCE, las compras mensuales se incrementaron a 80 mm de euros entre abril de 2016 y marzo de 2017. En diciembre de 2016, el Consejo de Gobierno anunció un ajuste del APP por el que se ampliaban las compras netas hasta diciembre de 2017 a un ritmo menor, de 60 mm de euros mensuales. Tras la decisión adoptada el 26 de octubre de 2017, el importe mensual de las adquisiciones se reducirá a 30 mm de euros a partir de enero de 2018 y las compras netas seguirán efectuándose hasta septiembre de 2018.

El ajuste del APP refleja la creciente confianza en la convergencia gradual de las tasas de inflación hacia el objetivo del BCE, como resultado de la expansión económica cada vez más sólida y generalizada, del repunte de los indicadores de la inflación subyacente, y de la transmisión continuada y efectiva de las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno a las condiciones de financiación de la economía real. Los indicadores económicos apuntan a que el ritmo de crecimiento se mantendrá en el segundo semestre de 2017. La recuperación generalizada a escala mundial debería favorecer las exportaciones de la zona del euro en los

próximos meses. El consumo privado se sustenta en el crecimiento del empleo —como consecuencia, en parte, de las reformas de los mercados de trabajo acometidas anteriormente— y en el incremento de la riqueza de los hogares. La recuperación cíclica de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y de la mejora de la rentabilidad empresarial. Aunque se dispone de evidencia adicional de que los indicadores de la inflación subyacente han repuntado, aún no han mostrado signos más convincentes de una tendencia sostenida al alza. En general, todavía es necesario un grado sustancial de acomodación monetaria para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten gradualmente y respalden la evolución de la inflación general a medio plazo de manera acorde con la definición de estabilidad de precios del BCE.

El volumen y la duración de las compras de activos se calibran con el fin de proporcionar un conjunto de rendimientos y, por lo tanto, indirectamente, unas condiciones de financiación que sean compatibles con la consecución del objetivo de inflación del BCE. Teniendo en cuenta el ajuste endógeno de todo el espectro de condiciones de mercado —incluidos los tipos de interés del crédito bancario, los valores de renta fija privada y los créditos hipotecarios, así como el tipo de cambio del euro—, la calibración del APP tiene por objeto proporcionar el grado necesario de estímulo a la economía, con el fin de contribuir a que la inflación evolucione en consonancia con la definición de estabilidad de precios del BCE.

Los canales de transmisión del APP

Se puede influir en el nivel y el perfil de la curva de rendimientos actuando sobre dos componentes de los tipos de interés a largo plazo, concretamente el componente de expectativas y la prima por plazo. El primero refleja las expectativas del mercado sobre la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo, que se ven afectados de forma más directa por los tipos de interés oficiales. La prima por plazo refleja el exceso de rentabilidad que reciben los inversores para compensar la exposición al riesgo de duración, es decir, las pérdidas que podrían producirse en carteras de bonos con un vencimiento residual largo en caso de que los tipos de interés aumentasen de manera inesperada.

Mediante la adquisición de bonos a largo plazo, el Eurosistema absorbe parte del riesgo de duración que en caso contrario tendrían que asumir los inversores privados. Al anunciar, en el contexto del APP, la retirada de cierta cantidad de bonos a largo plazo en un horizonte determinado —y, con ello, una parte del riesgo de duración que de lo contrario tendría que ser asumida por el mercado—, el BCE puede influir en la prima por plazo y en la curva de rendimientos en general. Al reducir la prima por plazo, el APP ejerce presión sobre los tipos de interés a largo plazo para hacer más asequible la financiación a largo plazo, y de este modo fomenta la inversión y el consumo de bienes duraderos. Al disminuir los bonos a largo plazo disponibles en general, los inversores privados tienen un balance con más capacidad para cubrirse frente al riesgo de duración que permanece en el mercado y mayor capacidad de asunción de riesgos para reasignar fondos a otras inversiones, incluida la adquisición y la financiación de capital

productivo. Este proceso de recomposición de las carteras es el mecanismo clave para propagar la flexibilización, derivada de la extracción de duración a través de las intervenciones cuantitativas, a toda la economía.

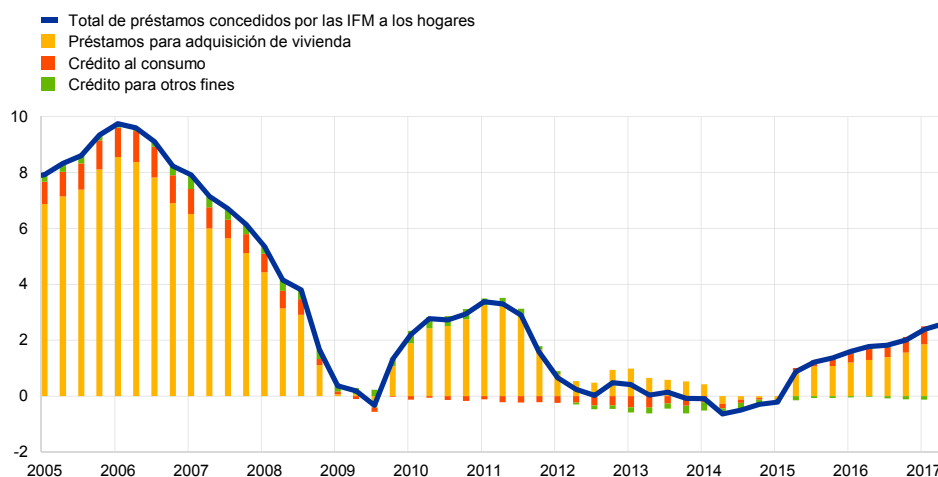
En general, la decisión del Consejo de Gobierno refleja la valoración de que todavía debe materializarse plenamente un ajuste sostenido de la senda de inflación. Esta valoración se basa en el contraste de la evolución más reciente de la inflación con cuatro criterios: en primer lugar, que la inflación general se dirige hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %, en un horizonte de medio plazo significativo; en segundo lugar, que hay un grado suficiente de confianza en que la convergencia será duradera y que la inflación se estabilizará en torno a dichos niveles; en tercer lugar, que la evolución de la inflación será autosostenida, en el sentido de que la trayectoria también se mantendrá pese al menor apoyo de la política monetaria, y, en cuarto lugar, que la medida utilizada es la inflación de la zona del euro, en lugar de las tasas de inflación de los países individuales. La expansión económica actual ofrece motivos para confiar en que la inflación convergerá gradualmente hacia el objetivo del BCE, pero es necesario tener paciencia. El ajuste del APP refleja el hecho de que, pese a la reducción del ritmo mensual de las compras, todavía es necesario un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten gradualmente y respalden la evolución de la inflación general a medio plazo.

3 Tendencias recientes del crédito al consumo en la zona del euro

El crecimiento del crédito al consumo está cobrando impulso. La tasa de crecimiento interanual del total de créditos y préstamos (en adelante, crédito) concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) a los hogares ha seguido fortaleciéndose en los últimos meses en la zona del euro, continuando con la recuperación gradual observada desde 2014 (véase gráfico A). Por lo que respecta a los distintos componentes, el crédito para adquisición de vivienda sigue siendo, con diferencia, el que más está contribuyendo al crecimiento total de los préstamos a hogares. También se observa que el crédito al consumo ha aumentado de forma especialmente rápida en los dos últimos años, y prácticamente ha alcanzado el nivel de crecimiento registrado antes de la crisis financiera global. Con todo, su aportación al avance del crédito total a hogares continúa siendo moderada, e inferior a los niveles anteriores a la crisis. Esto se debe a dos factores: i) el crédito al consumo representa una proporción relativamente reducida del total de crédito a hogares, y ii) los préstamos para adquisición de vivienda —que constituyen el 75 % del crédito total concedido por las IFM al citado sector— han seguido incrementándose en los últimos años.

Gráfico A
Préstamos concedidos por las IFM a los hogares (por finalidades) en la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2017. Los datos anteriores a 2015 no están ajustados de titulizaciones y otras transferencias.

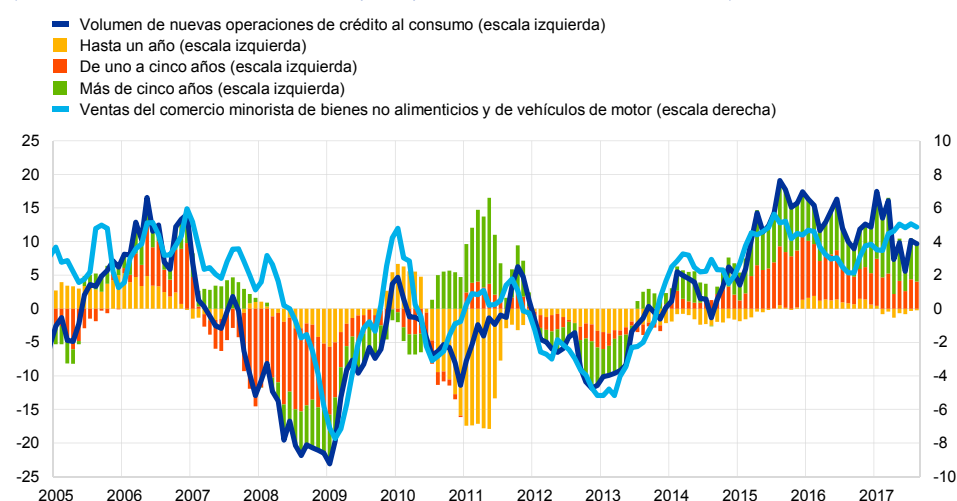
El incremento del crédito al consumo está sosteniendo la demanda de bienes de consumo duradero de los hogares. El fortalecimiento de esta modalidad de crédito ha estado impulsado por el aumento de los nuevos préstamos para consumo a medio y largo plazo (véase gráfico B), que supera por un margen significativo el volumen de amortización de estos préstamos. El crédito al consumo se utiliza principalmente para financiar compras importantes como mobiliario, electrodomésticos o vehículos de motor. La creciente demanda de este tipo de bienes, y de crédito al consumo para financiarlos, se ha visto favorecida por el

retorno de la confianza de los hogares tras la recuperación generalizada de la economía y la mejora de la situación en los mercados de trabajo, así como por unos tipos de interés del crédito bancario en niveles históricamente reducidos. Esta evolución ha estado respaldada por la orientación acomodaticia de las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales adoptadas por el BCE. Estas medidas, junto con la recuperación económica, han reducido considerablemente el riesgo de crédito de los prestatarios, y de este modo también han contribuido al incremento de la oferta de crédito y a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos.

Gráfico B

Volumen de nuevas operaciones de crédito al consumo y ventas de comercio minorista en la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017. La tasa de crecimiento de las ventas del comercio minorista de bienes no alimenticios y de vehículos de motor es una media ponderada de la tasa de crecimiento de las ventas nominales al por menor de bienes no alimenticios (excepto combustible) y de la tasa de crecimiento de un índice de ventas de vehículos de motor basada en las matriculaciones de automóviles, ajustada por el correspondiente índice de precios. La ponderación se basa en la proporción relativa de estos componentes en el consumo privado.

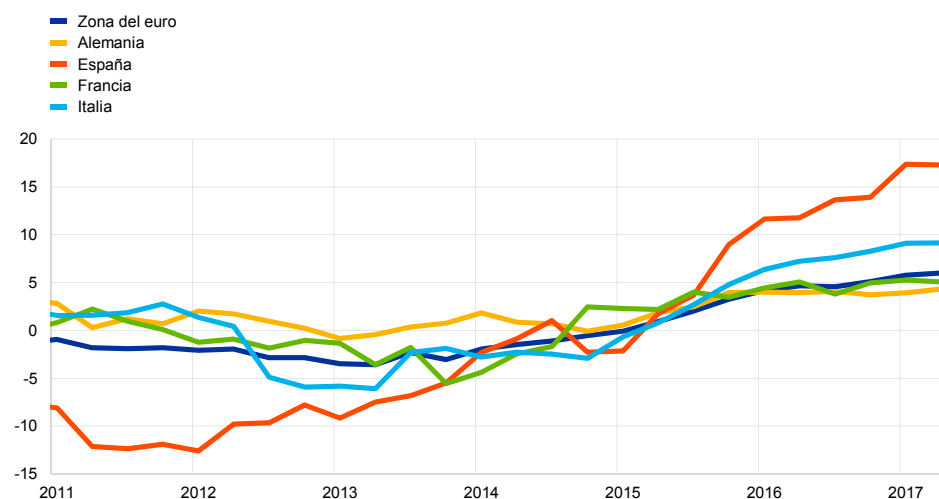
El fortalecimiento del crédito al consumo está siendo generalizado en la zona del euro, aunque las tasas de crecimiento muestran diferencias significativas en los distintos países.

El crédito al consumo ha desempeñado un papel fundamental para sostener la recuperación del total de préstamos concedidos por las IFM a los hogares en España y, en menor medida, en Italia, desde mediados de 2015. En España, el crédito al consumo está registrando tasas de crecimiento de dos dígitos (véase gráfico C). No obstante, esta sólida evolución debe considerarse en el contexto del acusado y prolongado retroceso del crédito bancario observado durante las crisis financiera y de deuda soberana de la zona del euro. El crédito al consumo es el único componente de los préstamos al sector privado cuya tasa de crecimiento interanual es positiva en España. En Italia, esta modalidad de crédito representa la mitad del crecimiento interanual del total de préstamos concedidos por las IFM a los hogares. En cambio, en Alemania y Francia, las tasas de crecimiento interanual del crédito al consumo se mantienen en niveles relativamente moderados.

Gráfico C

Crédito al consumo en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



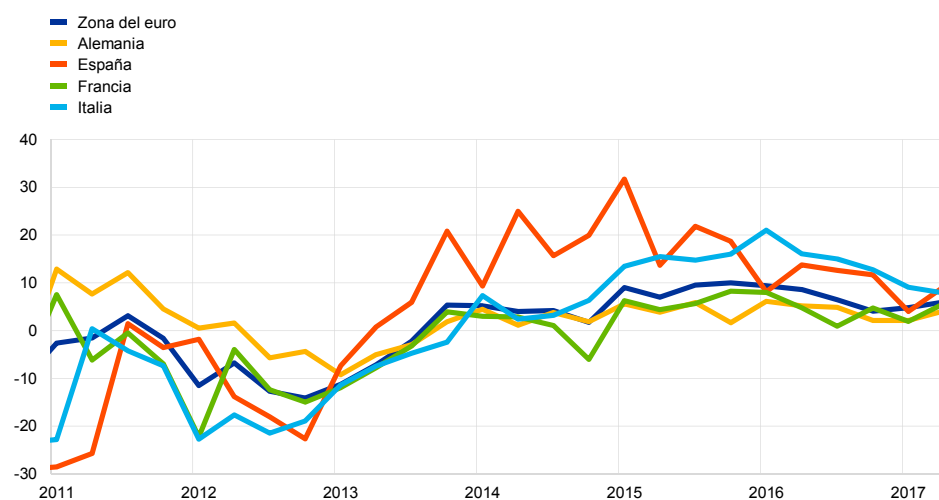
Fuente: BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2017. Los datos anteriores a 2015 no están ajustados de titulizaciones y otras transferencias.

Gráfico D

Matriculaciones de automóviles en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2017.

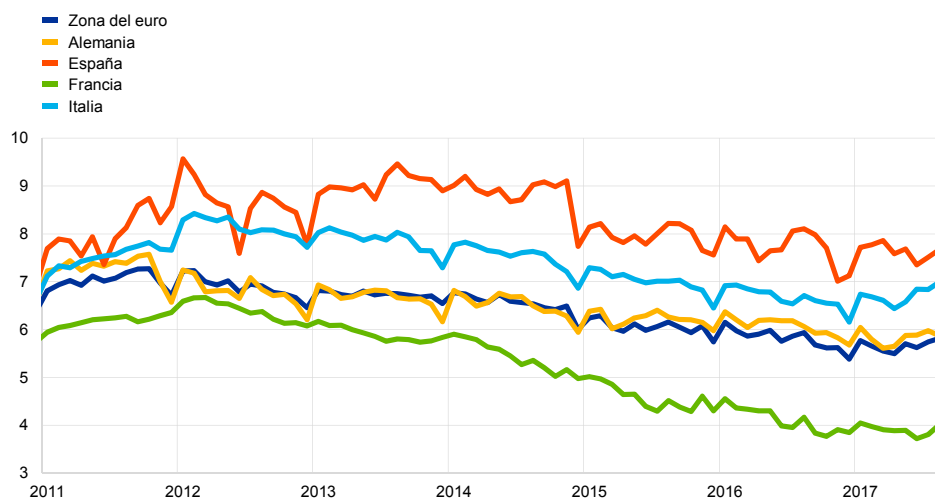
Las discrepancias observadas en la dinámica del crédito al consumo entre unos países y otros son básicamente acordes con la evolución reciente de las compras de automóviles nuevos y con los cambios observados en las condiciones de financiación. En España e Italia, las matriculaciones de automóviles han aumentado de manera pronunciada en los últimos años (véase gráfico D), coincidiendo con un crecimiento del crédito al consumo que pasó a ser positivo a principios de 2015 y que ha avanzado de forma considerable posteriormente. Los tipos de interés nominales aplicados por las entidades de crédito a los préstamos para consumo también han

disminuido en los tres últimos años, y los descensos más significativos se han registrado en Francia y en España (véase gráfico E). Desde mediados de 2015, los países en los que más se han relajado los criterios de aprobación de estos préstamos han sido España e Italia (véase gráfico F), donde se habían endurecido sustancialmente después del estallido de la crisis financiera y del deterioro de la capacidad para atender el pago de la deuda por parte de los hogares y de los balances bancarios.

Gráfico E

Tipos de interés nominales aplicados al crédito al consumo por las entidades de crédito en una selección de países de la zona del euro

(niveles de los tipos de interés en porcentajes)



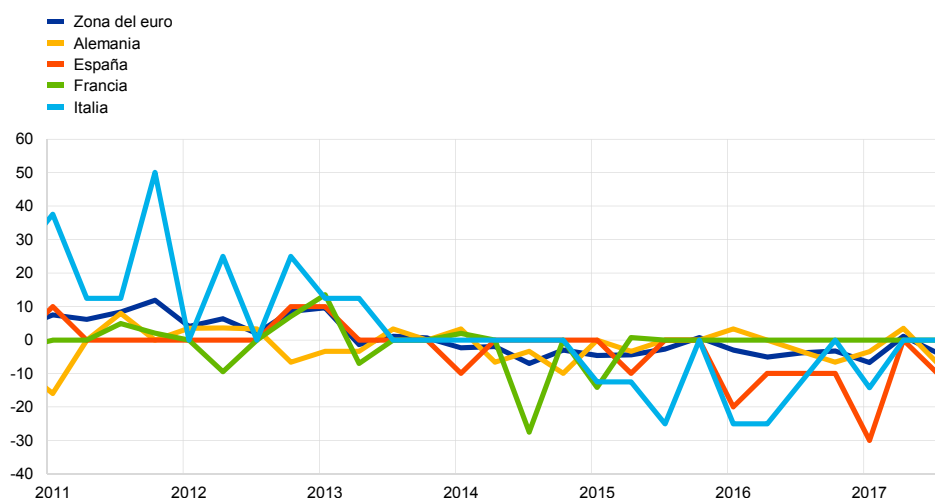
Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017.

Gráfico F

Variaciones de los criterios de aprobación del crédito al consumo en una selección de países de la zona del euro

(porcentaje neto de entidades de crédito que indicaron que los criterios se habían endurecido)



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017 y proceden de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (publicados en octubre de 2017).

Artículo

1 El crecimiento y el reequilibrio económico de China y las implicaciones para la economía mundial y de la zona del euro

Tras cuatro décadas de resultados extraordinarios, la expansión económica de China ha comenzado a ralentizarse, al tiempo que se han ampliado los desequilibrios de la economía. El rápido crecimiento de la inversión y el aumento del endeudamiento han generado vulnerabilidades en varios sectores. Los riesgos se han amplificado debido a la mayor complejidad y apalancamiento del sistema financiero. China aún tiene margen para adoptar políticas que amortigüen posibles perturbaciones adversas, pero la aplicación de medidas adicionales de reequilibrio y reforma estructural podría facilitar la transición de la economía china a una senda de crecimiento fuerte y sostenible a medio plazo. El tamaño del país, su apertura comercial y su posición dominante en el consumo de materias primas hacen que dicha transición sea crucial para las perspectivas mundiales. En relación con el papel que desempeña en los mercados mundiales de bienes y de materias primas, la integración de China en los mercados financieros internacionales es considerablemente menor, aunque está creciendo. El análisis de simulación realizado mediante la utilización de modelos macroeconómicos globales sugiere que los efectos de contagio a la zona del euro serían limitados si la desaceleración del crecimiento del PIB de China fuera moderada, pero serían significativos si el ajuste fuera brusco. Sin embargo, el análisis de sensibilidad pone de manifiesto que los efectos de contagio dependen de la fuerza de los diversos canales de transmisión, así como de las políticas con las que respondan los bancos centrales y los gobiernos.

1 Introducción

El auge de China ha sido uno de los ejemplos de éxito económico más destacados a escala mundial de las cuatro últimas décadas. El PIB ha crecido a un ritmo medio cercano al 10 % anual desde 1980. China se ha convertido en la segunda economía más grande del mundo y en la mayor potencia comercial, y en este proceso ha mejorado el nivel de vida y ha reducido la pobreza de su población.

La impresionante evolución económica de China se basó en la combinación de acusados aumentos de la productividad y la acumulación de factores. La baja dotación de capital inicial y las elevadas rentabilidades del capital ofrecieron a las empresas potentes incentivos para invertir⁸. Las profundas reformas llevadas a

⁸ Para un análisis de los elevados gastos de capital en China, véanse C.-E. Bai, C.-T. Hsieh e Y. Qian, «The Return to Capital in China», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 37(2), 2006, pp. 61-102; J. Knight y S. Ding, «Why Does China Invest So Much?», *Asian Economic Papers*, vol. 9(3), 2010, pp. 87-117; y *OECD Economic Surveys: China 2013*, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

cabo, como el desarrollo de la iniciativa del sector privado en los años ochenta, la reforma de las empresas públicas en los años noventa y la incorporación de China a la Organización Mundial del Comercio en 2001, se tradujeron en considerables ganancias de productividad. La industrialización también se benefició de una abundante oferta de mano de obra vinculada al rápido crecimiento de la población en China y a la incorporación de trabajadores procedentes del campo en los sectores manufactureros modernos. La combinación de las ganancias de productividad y la acumulación de factores posibilitó una rápida convergencia hacia niveles de ingreso más elevados.

Sin embargo, China se enfrenta cada vez más a dos retos relacionados entre sí: la desaceleración del crecimiento y la ampliación de los desequilibrios.

Después de haber registrado tasas superiores al 14 % en 2007, el crecimiento del PIB se ralentizó hasta situarse en torno al 7 % el año pasado. Gran parte de esta desaceleración ha sido de carácter estructural porque los factores favorables que apoyaron la rápida convergencia de China están disminuyendo gradualmente. En comparación con la tasa media de alrededor del 10 % observada durante las décadas de 1990 y de 2000, según la literatura, el crecimiento potencial ha descendido hasta el 7 %-8 % en los últimos años (véase gráfico 1)⁹. El menor avance de la productividad y el descenso de las rentabilidades implican que China se está topando con los límites de su modelo tradicional de crecimiento. Para garantizar las perspectivas a medio plazo, es necesario que el país aplique reformas y encuentre nuevas fuentes de crecimiento¹⁰. Sin embargo, el reto que supone la transición de país de ingreso mediano a país de ingreso alto se ve incrementado por los crecientes desequilibrios. Concretamente, China ha dependido en gran medida de la inversión y el crédito para impulsar el crecimiento en la última década. Esos desequilibrios plantean cada vez más riesgos para las perspectivas.

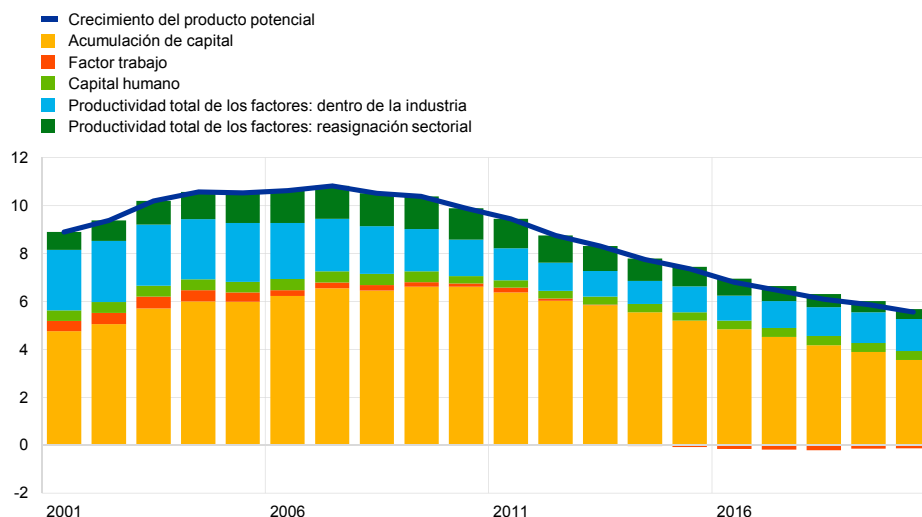
⁹ Para un análisis de las estimaciones del crecimiento potencial, véanse E. Alberola, A. Estrada y D. Santabárbara, «Growth beyond imbalances: sustainable growth rates and output gap reassessment», Documento de Trabajo n.º 1313, Banco de España, 2013; J. Bailliu, M. Kruger, A. Toktamyssov y W. Welbourn, «How Fast Can China Grow? The Middle Kingdom's Prospects to 2030», Staff Working Paper n.º 16-15, Bank of Canada, 2016; M. Albert, C. Jude y C. Rebillard, «The Long Landing Scenario: Rebalancing from Overinvestment and Excessive Credit Growth – Implications for Potential Growth in China», Banque de France Working Paper n.º 572, 2015; W. Maliszewski y L. Zhang, «China's Growth: Can Goldilocks Outgrow Bears?», IMF Working Paper n.º 15/113, Fondo Monetario Internacional (FMI), 2015; R. Anand, K. C. Cheng, S. Rehman y L. Zhang, «Potential Growth in Emerging Asia», IMF Working Paper n.º 14/02, Fondo Monetario Internacional, 2014; y *People's Republic of China: 2014 Article IV Consultation – Staff Report*, IMF Country Report n.º 14/235, Fondo Monetario Internacional, 2014.

¹⁰ Zilibotti lo describe como una transición desde un modelo de crecimiento extensivo hacia un crecimiento basado en la innovación: véase F. Zilibotti, «China at a Turning Point: The Difficult Transition from Investment-Led to Innovation-Led Growth», discurso pronunciado en la conferencia anual de la Chinese Economic Association, Duisburg, 1 de septiembre de 2016.

Gráfico 1

Crecimiento del producto potencial en China

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE, Naciones Unidas, autoridades nacionales y Penn World Tables.

Notas: Crecimiento potencial y contribuciones estimados utilizando una función de producción Cobb-Douglas. Las contribuciones de la reasignación sectorial al crecimiento de la productividad total de los factores se obtienen de M. Albert, C. Jude y C. Rebillard (2015). Proyecciones después de 2016.

En este artículo se evalúan las perspectivas de la economía china. En las dos secciones siguientes se describen los desequilibrios existentes actualmente en el modelo de crecimiento de China y las perspectivas de cambio y reforma. En la cuarta sección se analizan las implicaciones de los cambios económicos de China sobre el resto de la economía mundial y sobre la economía de la zona del euro.

5 Conclusiones

China ha sido el ejemplo de éxito económico más destacado de las cuatro últimas décadas, pero el crecimiento económico ha ido desacelerándose y las vulnerabilidades están aumentando. En este artículo se determina que la fuerte

dependencia de China de la inversión y el crédito se ha traducido en un aumento del endeudamiento, que ha generado vulnerabilidades en varios sectores, incluido el sector empresarial, las empresas públicas, los Gobiernos locales y el mercado inmobiliario. Estas fragilidades se han intensificado debido a la mayor complejidad y apalancamiento del sistema financiero, en particular, el acusado incremento de los préstamos no bancarios. Aunque es obvio que han crecido las vulnerabilidades, China aún tiene margen para adoptar políticas que amortigüen perturbaciones adversas. Ahora bien, la aplicación de medidas adicionales de reequilibrio y reforma estructural podría facilitar la transición de la economía china a una senda de crecimiento fuerte y sostenible a medio plazo. El tamaño del país, su apertura comercial y su posición dominante en el consumo de materias primas hacen que dicha transición sea crucial para las perspectivas mundiales. En comparación con el papel que desempeña en los mercados mundiales de bienes y de materias primas, la integración de China en los mercados financieros internacionales es

considerablemente menor, aunque está creciendo. En el presente artículo se ha cuantificado en cierta medida el impacto que podría tener la transición en China sobre la economía mundial y de la zona del euro. El análisis de simulación sugiere que los efectos de contagio a la zona del euro serían limitados si la desaceleración del crecimiento del PIB de China fuera moderada, pero serían significativos si el ajuste fuera brusco. Sin embargo, el análisis de sensibilidad pone de manifiesto que los efectos de contagio dependen de la fuerza de los diversos canales de transmisión, así como de las políticas con las que respondan los bancos centrales y los gobiernos.

[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

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 25 de octubre de 2017.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-17-007-ES-N (edición electrónica)