



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 1 / 2018



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 El impacto macroeconómico de la reforma fiscal en Estados Unidos	24
2 El consumo de bienes duraderos en la actual expansión económica	29
3 El aumento reciente de los precios de la vivienda y la accesibilidad a la vivienda	33
Artículo	39
1 Oferta de trabajo y crecimiento del empleo	39

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno celebrada en 2017 confirma el sólido ritmo de expansión económica, que en el segundo semestre de 2017 experimentó una aceleración mayor de lo previsto¹. El fuerte impulso cíclico, la actual reducción de la holgura de la economía y la creciente utilización de la capacidad refuerzan aún más la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación convergerá hacia su objetivo de tasas inferiores, aunque próximas, al 2 %. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están básicamente equilibrados. Por un lado, el fuerte impulso cíclico actual podría seguir deparando sorpresas positivas en el crecimiento a corto plazo. Por otro, los riesgos a la baja siguen estando relacionados principalmente con factores de carácter global, como la evolución de los mercados de divisas.

La economía mundial sigue creciendo a un ritmo sólido y muestra crecientes signos de sincronización. La actividad se está beneficiando de unas condiciones financieras favorables a nivel mundial y de la fortaleza del sentimiento económico. El aumento de los precios del petróleo ha contribuido al alza de la inflación mundial, aunque, si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación se ha mantenido más estable.

En este entorno de mejora del sentimiento económico, los rendimientos y las cotizaciones de la zona del euro han aumentado desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en diciembre. En los mercados de divisas, el euro se apreció, en general, en cifras ponderadas por el comercio, en particular frente al dólar estadounidense. La reciente volatilidad del tipo de cambio representa una fuente de incertidumbre que requiere un seguimiento en lo que se refiere a sus posibles implicaciones para las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo.

El análisis económico basado en los datos económicos y en los resultados de las encuestas más recientes indica que el ritmo de crecimiento siguió siendo vigoroso y generalizado a finales del año pasado y comienzos de 2018. 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 la creciente riqueza de los hogares. La inversión empresarial continúa aumentando debido a unas condiciones de financiación muy favorables, a la mejora de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. La inversión en vivienda ha seguido creciendo en los últimos trimestres. Además, la expansión mundial generalizada está impulsando las exportaciones de la zona del euro.

¹ Según la información disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno del 25 de enero de 2018.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,4 % en diciembre de 2017, frente al 1,5 % de noviembre, debido principalmente a la evolución de los precios de la energía. A más largo plazo, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno a los niveles actuales en los próximos meses. Los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo moderados —debido, en parte, a factores especiales— y aún no muestran signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. De cara al futuro, se espera que aumenten 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 de la capacidad ociosa de la economía y el mayor crecimiento salarial.

El análisis monetario confirma que el agregado monetario amplio siguió creciendo al sólido ritmo observado, en general, desde mediados de 2015. El crecimiento de los préstamos al sector privado también continuó recuperándose. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2017 indica que el crecimiento del crédito siguió estando respaldado por el incremento de la demanda y por la relajación de los criterios de aprobación, en particular de los préstamos a hogares. Además, los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro continuaron siendo favorables, y los tipos de interés del crédito bancario concedido a estas sociedades se mantuvieron en niveles próximos a sus mínimos históricos.

Teniendo en cuenta los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno confirmó la necesidad de un grado amplio de acomodación monetaria para asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. Aunque se ha reforzado la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación convergerá hacia su objetivo, las presiones inflacionistas internas se mantienen contenidas en general y aún no muestran signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. Por tanto, todavía se necesita un considerable grado de estímulo monetario para que las presiones sobre la inflación subyacente continúen aumentando y respalden la evolución de la inflación general a medio plazo.

Así pues, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que se mantengan en los niveles actuales durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que, a partir de enero, está previsto realizar las compras netas de activos al nuevo ritmo de 30 mm de euros mensuales 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. Además, el Consejo de Gobierno reafirmó que, 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, está preparado para ampliar el volumen y la duración del programa de compra de activos. Por último, el Consejo de Gobierno reiteró que el Eurosistema reinvertirá los pagos de principal de los valores

adquiridos en el marco de este programa que vayan venciendo durante un período prolongado una vez finalizadas sus compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario.

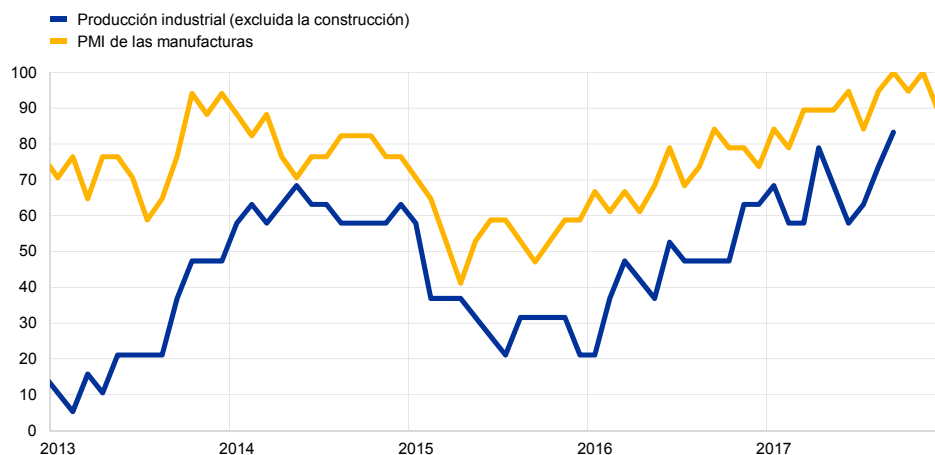
1 Entorno exterior

El crecimiento mundial ha continuado afianzándose. Tras la fuerte expansión del PIB global en el tercer trimestre de 2017, los indicadores de opinión apuntan a un ritmo sostenido de crecimiento mundial en los últimos meses del año pasado. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción avanzó hasta situarse en 54,4 en diciembre, frente a un valor de 54 en el mes anterior. La vigorosa evolución de diciembre reflejó la sólida expansión que continuó registrándose en las economías avanzadas y el repunte que ha tenido lugar en las economías emergentes, impulsado, en particular, por China y la India. Los datos más recientes son acordes con las señales de una recuperación sostenida, generalizada y sincronizada a escala mundial (véase gráfico 1).

Gráfico 1

Producción industrial y PMI de las manufacturas.

(datos mensuales; porcentaje de países con un crecimiento de la producción industrial en aumento; porcentaje de países con un valor por encima de 50 en el índice de difusión PMI de las manufacturas)



Fuentes: PMI Markit, fuentes nacionales, OCDE y cálculos del BCE.

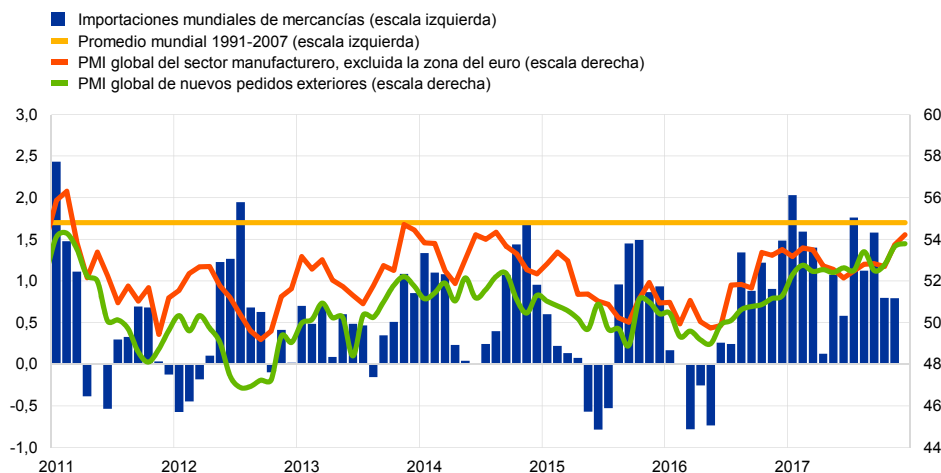
Notas: Las observaciones más recientes corresponden a septiembre de 2017 para la producción industrial y a diciembre de 2017 para el PMI de las manufacturas. El gráfico se ha elaborado con datos de 19 economías avanzadas y emergentes. En el caso de la producción industrial, la línea muestra el porcentaje de países en los que la variación media interanual de tres meses de la producción industrial es mayor que la variación media anual de los tres años precedentes.

Los indicadores de opinión apuntan a que el comercio mundial mantuvo su fuerte dinamismo en el último trimestre de 2017. El crecimiento de las importaciones globales de bienes se desaceleró en los primeros meses del cuarto trimestre, y la tasa de variación intertrimestral de las importaciones reales de mercancías se situó en el 0,8 % en noviembre, frente al 1,6 % del tercer trimestre (véase gráfico 2). Este descenso obedeció a la moderación de las importaciones en Asia y en varias economías avanzadas. Sin embargo, los indicadores de comercio han mostrado mayor capacidad de resistencia, lo que sugiere que en el cuarto trimestre las importaciones mundiales crecieron a un ritmo similar al del tercero. El PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó hasta 53,8 en diciembre, desde el 53,7 del mes anterior, 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: La última observación corresponde a noviembre de 2017 para las importaciones mundiales de mercancías y a diciembre de 2017 para los PMI.

La inflación mundial experimentó un repunte en noviembre. La inflación interanual medida por los precios de consumo en los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) se incrementó hasta el 2,4 % en noviembre, desde el 2,2 % de octubre, como consecuencia de la aceleración de los precios de la energía y los alimentos. No obstante, si se excluyen estos dos componentes, la inflación permaneció estable en el 1,9 %.

Los precios del petróleo han seguido aumentando en las últimas semanas.

Los precios del Brent subieron de cerca de 64 dólares estadounidenses por barril a mediados de diciembre a más de 69 dólares. El encarecimiento del petróleo durante este período se debió en parte a perturbaciones de oferta, especialmente al cierre del oleoducto *Forties* del Mar del Norte para realizar reparaciones, así como a las tensiones políticas en Oriente Próximo. La fuerte demanda de importaciones de crudo en China y la intensificación de la actividad de refino en Estados Unidos, que redujo más las existencias de esta materia prima, contribuyeron asimismo al reciente incremento de los precios del petróleo. Los precios de las materias primas no energéticas también han subido en las últimas semanas, impulsados sobre todo por los precios de los metales, cuyos aumentos han estado relacionados con las perturbaciones de oferta en industrias de metales no ferrosos tras la introducción de normativa medioambiental en China y con la creciente demanda de mineral de hierro.

El repunte cíclico ha continuado en Estados Unidos. Tras el sólido crecimiento registrado por el PIB en el tercer trimestre, con una tasa anualizada del 3,2 %, se espera que la expansión haya mantenido su pujanza en el cuarto trimestre del pasado año. La actividad se ha visto favorecida por las condiciones financieras acomodaticias y los elevados niveles de confianza, así como por el impulso temporal relacionado con las tareas de reconstrucción tras los huracanes del otoño. En consonancia con la intensa actividad económica, la

escasez de mano de obra continuó agudizándose en el mercado de trabajo, con un incremento del número de empleados en el sector no agrícola de 148.000 en diciembre, y la tasa de desempleo permaneció sin variaciones en el 4,1 %. Pese a las tensiones observadas en el mercado laboral, el crecimiento interanual de los salarios sigue siendo débil, observándose un ligero incremento hasta el 2,5 % en diciembre. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 2,1 % en diciembre, al reducirse la tasa de variación de los precios energéticos, pero la inflación medida por el IPC, excluida la energía y los alimentos, avanzó hasta el 1,8 % en términos interanuales en diciembre, frente al 1,7 % del mes anterior. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés) continuó alejándose progresivamente de la política acomodaticia y en diciembre elevó la banda objetivo para el tipo de interés de referencia de los fondos federales hasta el 1,25 %-1,50 %. La Administración estadounidense alcanzó también un acuerdo sobre la reforma fiscal. La ley *Tax Cuts and Jobs Act*, que entró en vigor el 1 de enero de 2018, rebaja de forma permanente el impuesto sobre sociedades, prevé deducciones fiscales para las pequeñas empresas, reduce temporalmente los tipos del impuesto sobre la renta de las personas físicas y amplía la base impositiva. Se espera que la pérdida de ingresos resultante de los recortes impositivos quede parcialmente compensada por la aplicación de impuestos adicionales a las rentas que las multinacionales estadounidenses obtienen en el extranjero. Es probable que, en conjunto, el estímulo fiscal proporcionado por la reforma impulse la actividad económica estadounidense, aunque también podría agravar los desequilibrios presupuestarios.

En Japón, la actividad económica sigue siendo vigorosa y continúan aumentando las tensiones en el mercado de trabajo. El PIB real creció un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2017, y los indicadores económicos más recientes siguen apuntando a una fuerte expansión en el último trimestre del año. La escasez de mano de obra continúa agravándose en el mercado de trabajo, con una tasa de paro que cayó hasta el 2,7 % en noviembre, aproximándose a los niveles de principios de la década de 1990. No obstante, las presiones salariales siguen siendo poco significativas, ya que la tasa de crecimiento interanual de los salarios nominales totales se situó en el 0,9 % en noviembre. La inflación interanual medida por el IPC repuntó hasta el 0,6 % en noviembre, pero la inflación, excluidos la energía y los alimentos, permaneció próxima a cero. Además, los resultados de la última encuesta Tankan de expectativas de inflación sugieren que las empresas mantienen su prudencia sobre nuevos aumentos de los precios.

En el Reino Unido, la actividad económica experimentó un ligero repunte, tras la acusada desaceleración registrada en el primer semestre de 2017. Según la estimación final, el crecimiento del PIB real se aceleró ligeramente hasta el 0,4 % en el tercer trimestre. Los indicadores recientes apuntan a una continuación del crecimiento a tasas parecidas en torno al cambio de año. Los indicadores de opinión sugieren una intensa dinámica exportadora, y el índice PMI de clima de exportaciones y los datos sobre nuevos pedidos exteriores del sector de manufacturas se mantuvieron en niveles elevados en el último trimestre de 2017. En cambio, los indicadores apuntan a que el crecimiento de la actividad en el sector

servicios se ha moderado. En diciembre de 2017, la inflación interanual medida por el IPC se desaceleró ligeramente, hasta el 3 %, desde el 3,1 % de noviembre, pero se espera que continúe lastrando la renta disponible.

En China, los indicadores de actividad económica apuntan a un crecimiento resistente. La tasa de crecimiento interanual del PIB se situó en el 6,8 % en el cuarto trimestre del año. En el conjunto de 2017, el producto creció un 6,9 % con respecto al año anterior, por encima del objetivo del 6,5 % fijado por el Gobierno. La tasa de variación de los precios de consumo registró un ligero incremento en diciembre, hasta el 1,8 %, desde el 1,7 % del mes precedente. La caída de la inflación de los precios de la minería y las materias primas se tradujo en un descenso de la inflación de los precios industriales hasta el 4,9 % en diciembre, frente al 5,8 % del mes anterior. La cita de diciembre de Central Economic Work Conference, un foro que se reúne anualmente para fijar la agenda nacional de la economía china, confirmó que las prioridades de las autoridades chinas para 2018 son lograr un crecimiento de alta calidad, avanzar en las reformas de la oferta y mitigar los riesgos financieros.

2 Evolución financiera

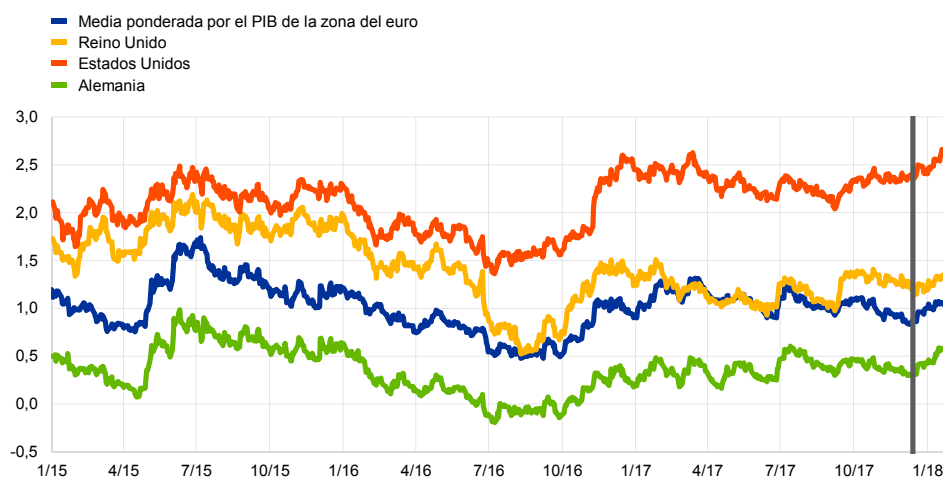
Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han aumentado desde mediados de diciembre (véase gráfico 3).

En el período de referencia (del 14 de diciembre al 24 de enero), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 18 puntos básicos, hasta situarse en el 1,04 %. Esta evolución refleja la mejora de las expectativas de los mercados relativas al crecimiento económico de la zona del euro y las revisiones efectuadas en relación con la senda futura de la política monetaria. El tipo *swap* del eonia (OIS) a diez años de la zona del euro aumentó 21 puntos básicos y actualmente se sitúa en el 0,8 %. Por tanto, el diferencial entre el rendimiento ponderado por el PIB y el tipo *swap* del eonia aumentó ligeramente durante el período analizado. Este avance oculta una evolución divergente de las curvas de rendimiento de cada país. En el caso de Alemania, el diferencial de rendimiento a diez años frente al tipo *swap* del eonia libre de riesgo pasó a ser algo menos negativo, posiblemente como consecuencia de unas primas de escasez más reducidas, mientras que en Italia se amplió en un contexto de percepción de mayor incertidumbre política por parte de los mercados. En cambio, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de Portugal y España continuaron con su trayectoria descendente en un entorno de mejora de las variables económicas fundamentales. En el Reino Unido, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó 23 puntos básicos y se situó en el 1,41 %, mientras que, en Estados Unidos, la aprobación de la reforma tributaria contribuyó a que el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años se incrementara en 30 puntos básicos, situándose en el 2,66 %.

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de diciembre de 2017). La última observación corresponde al 24 de enero de 2018.

Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente estables durante el período considerado. Desde mediados de diciembre, el diferencial de los valores de renta

fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras con respecto a los bonos con calificación AAA de la zona del euro disminuyó levemente, 5 puntos básicos, hasta situarse en 31 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda con calificación de grado de inversión del sector financiero se redujeron algo más, 7 puntos básicos. Esta evolución es acorde con el fortalecimiento de la expansión económica.

Los índices amplios de los precios de las acciones de la zona del euro se anotaron subidas durante el período analizado. En la zona del euro, los precios de las acciones de las sociedades no financieras aumentaron alrededor de un 3 %, mientras que las cotizaciones del sector bancario registraron un alza del 5,8 %. Las favorables expectativas de beneficios empresariales y la reducción de la prima de riesgo de las acciones, impulsadas por el entorno macroeconómico positivo, compensaron con creces el efecto moderador derivado de los mayores rendimientos. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y de los bancos estadounidenses también se incrementaron durante el período de referencia, un 7,1 % y un 6,7 %, respectivamente. Las expectativas de los mercados sobre la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro se mantuvieron constantes, mientras que en Estados Unidos aumentaron. En ambos casos permanecen en el 12,4 % y el 11,5 %, respectivamente, niveles relativamente bajos en términos históricos.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en -36 puntos básicos. El exceso de liquidez se redujo en torno a 9 mm de euros, hasta situarse en una cifra aproximada de 1.871 mm de euros, debido a que los factores autónomos netos crecieron en mayor medida que el volumen de liquidez proporcionado mediante las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema.

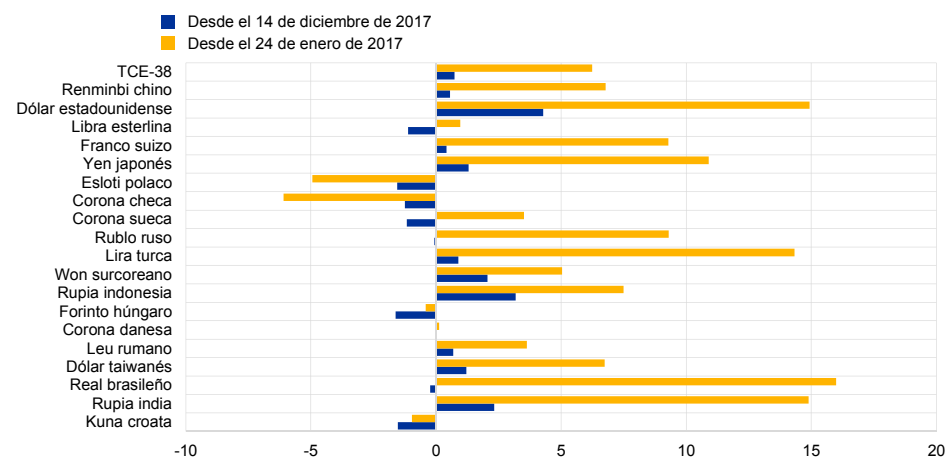
La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó al alza durante el período analizado, especialmente en los horizontes de medio plazo. El sentimiento de los mercados con respecto al rumbo de la política monetaria en 2018 no varió. Más allá de ese horizonte, las expectativas de los participantes en los mercados relativas a los tipos de interés aumentaron.

En los mercados de divisas, el euro se apreció, en general, en cifras ponderadas por el comercio (véase gráfico 4). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció un 0,7 %. En términos bilaterales, el euro se apreció frente a la mayoría de las monedas de las economías avanzadas, incluido el dólar estadounidense (un 4,3 %) en particular, pero también el yen japonés (un 1,3 %) y el franco suizo (un 0,4 %). El euro también se apreció frente a la mayor parte de las monedas de las economías emergentes, entre las que destacan el renminbi chino (un 0,6 %), así como las monedas de otros importantes socios comerciales de Asia. Esta apreciación generalizada se vio solo parcialmente contrarrestada por el debilitamiento del euro frente a las monedas de otros Estados miembros de la UE, entre ellas la libra esterlina, frente a la que se depreció un 1,1 %.

Gráfico 4

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

(tasas de variación)



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 24 de enero de 2018.

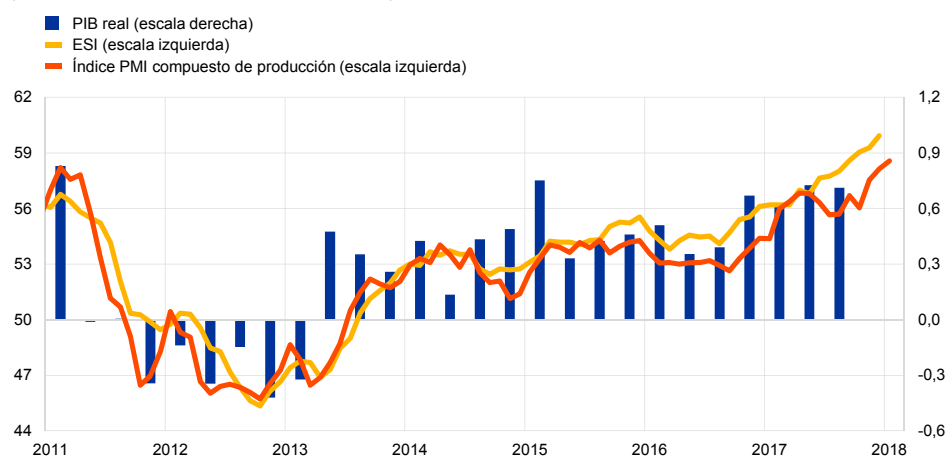
3 Actividad económica

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 tercer trimestre de 2017, tras registrar un incremento de la misma magnitud en el trimestre anterior (véase gráfico 5), como consecuencia de las contribuciones positivas de la demanda interna y de la demanda exterior neta. Al mismo tiempo, la aportación de la variación de existencias al crecimiento del PIB en el tercer trimestre fue neutral. Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, se mantienen en niveles elevados y confirman las expectativas de que el crecimiento siguió siendo vigoroso a finales del año pasado y comienzos de 2018, con tasas similares 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 indicador de sentimiento económico (ESI) se normaliza para presentar la misma media y desviación típica que el índice PMI. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017 para el PIB real, diciembre de 2017 para el ESI y enero de 2018 para el índice PMI.

El gasto en consumo ha seguido creciendo y, por lo tanto, ha continuado desempeñando un papel fundamental de apoyo a la expansión económica actual. El consumo privado aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2017, tras registrar una tasa de crecimiento algo más elevada en el trimestre anterior. Esta desaceleración refleja en gran medida el menor avance del consumo de bienes, mientras que, en el tercer trimestre, el consumo de servicios pareció incrementarse prácticamente al mismo ritmo que en el segundo. Sin embargo, el crecimiento del consumo de bienes duraderos continúa siendo superior al de bienes semiduraderos y no duraderos (véase recuadro 2). En términos interanuales, el consumo aumentó un 1,9 % en el tercer trimestre de 2017, lo mismo que en el segundo trimestre. Este patrón estable contrasta con un mayor crecimiento de la renta real disponible de los hogares, hasta el 1,6 % en tasa interanual en el tercer trimestre, frente al 1,3 % del trimestre precedente. La tasa de variación interanual del ahorro aumentó en el tercer trimestre de 2017, una evolución acorde con un crecimiento del consumo que no experimentó cambios y

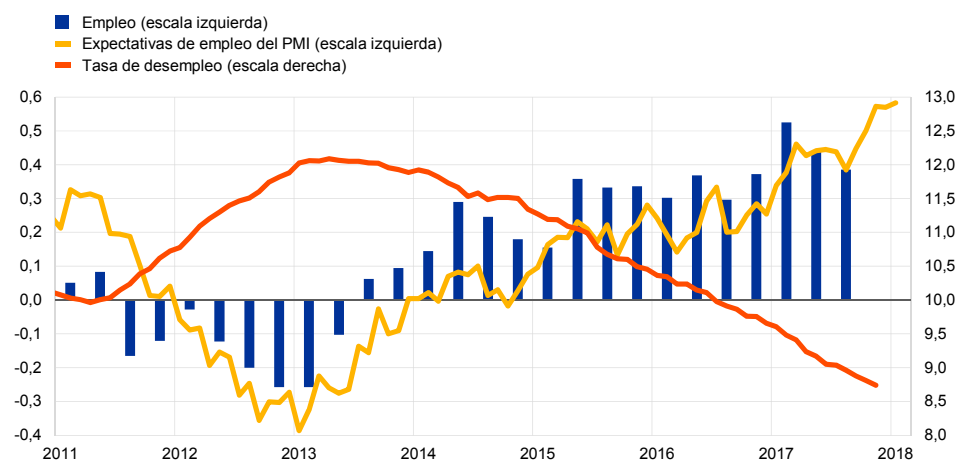
con el mayor avance de la renta en ese período. No obstante, la tasa de ahorro (expresada como la media móvil de cuatro trimestres) descendió hasta registrar un nuevo mínimo histórico del 12 % en el tercer trimestre.

Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando, sosteniendo así la renta y el gasto en consumo de los hogares. En el tercer trimestre de 2017, el empleo aumentó de nuevo, un 0,4 % en tasa intertrimestral, lo que se tradujo en un incremento interanual del 1,7 %. En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa un 1,2 % por encima del máximo observado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. La tasa de desempleo de la zona del euro se situó en el 8,7 % en noviembre de 2017, frente al 8,8 % de octubre, 3,3 puntos porcentuales por debajo del máximo registrado después de la crisis, 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 por encima del nivel anterior a la crisis. La información procedente de las encuestas apunta a un crecimiento continuado del empleo en los próximos meses, y 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 tercer trimestre de 2017 para el empleo, enero de 2018 para el índice PMI y noviembre de 2017 para la tasa de desempleo.

Se espera que el consumo se mantenga sólido y continúe aumentando. Los datos recientes sobre el comercio minorista y las matriculaciones de automóviles indican que el patrón de crecimiento del gasto en consumo prácticamente no varió en el cuarto trimestre de 2017 con respecto al tercer trimestre. Otros indicadores confirman la continuación del sólido dinamismo del consumo. Los indicadores de opinión más recientes apuntan a nuevas mejoras en el mercado de trabajo, que, a través del aumento del empleo, deberían seguir impulsando la renta agregada y, por tanto, el gasto en consumo. Además, la riqueza neta de los hogares siguió registrando tasas de crecimiento elevadas, prestando así un respaldo adicional al

gasto en consumo. Estos factores pueden explicar, en parte, por qué la confianza de los consumidores continuó mejorando en el cuarto trimestre, y el nivel de diciembre de 2017 fue el más alto observado desde enero de 2001.

Después de avanzar con fuerza en el segundo trimestre, la inversión empresarial se contrajo en el tercer trimestre de 2017. No obstante, estos débiles resultados se deben fundamentalmente a factores técnicos, y obedecen sobre todo a la inclusión de datos sobre Irlanda en las cuentas nacionales de la zona del euro y al impacto asociado procedente de la inversión en productos de propiedad intelectual y de adquisiciones de aviones vinculadas a operaciones de *leasing*. En consecuencia, en la zona del euro, la inversión, excluida la construcción, registró un descenso intertrimestral del 1,2 % en el tercer trimestre de 2017. Por lo que se refiere al cuarto 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 y el aumento de la confianza y de la demanda, señalan, en general, que la inversión ha mantenido su dinamismo. Los datos mensuales sobre la producción de bienes de equipo, disponibles hasta noviembre, también sugieren un aumento de la inversión empresarial a corto plazo. En cuanto a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de este sector disponibles hasta noviembre apuntan a un crecimiento algo más bajo en el cuarto trimestre de 2017 que en el tercero. 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 concedidos, están en consonancia con un ritmo de crecimiento positivo a finales del año pasado y comienzos de 2018. No obstante, en algunos países se aprecian cada vez más signos de restricciones de capacidad en la construcción relacionadas con la escasez de mano de obra.

Se prevé que la inversión siga contribuyendo de forma significativa al crecimiento del producto en los próximos meses. La inversión debería continuar viéndose respaldada por unos niveles muy altos de confianza empresarial y por la menor incertidumbre, la mayor utilización de la capacidad productiva, unas condiciones de financiación acomodaticias, el incremento de los beneficios empresariales y la necesidad generalizada de modernizar el *stock* de capital. Según las cuentas sectoriales de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual del excedente bruto de explotación de las empresas del tercer trimestre de 2017 superó a la del trimestre precedente. Además, las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro continúan siendo elevadas. En cuanto a la inversión en construcción, aspectos como el incremento de la renta disponible de los hogares y unas condiciones de concesión del crédito muy favorables deberían sostener la demanda en este sector. Al mismo tiempo, se espera que algunos factores sigan lastrando las perspectivas de inversión, incluidas las expectativas de crecimiento más débil a medio plazo.

El avance de las exportaciones continuó siendo vigoroso en el tercer trimestre de 2017, y los indicadores de comercio apuntan a un ritmo sostenido en el futuro. Las exportaciones totales de la zona del euro crecieron un 1,5 % en el tercer trimestre, debido a la fortaleza de las exportaciones de bienes, continuando con el

patrón de sólido crecimiento observado en meses anteriores de 2017. Los datos mensuales sobre el comercio de bienes disponibles hasta noviembre sugieren que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro seguirán registrando un crecimiento positivo en el cuarto trimestre de 2017, en consonancia con la recuperación de la demanda externa. En octubre, las exportaciones parecieron sustentarse principalmente en la demanda de países no pertenecientes a la UE, así como en contribuciones positivas de países de la UE². Los indicadores adelantados, como las encuestas, siguen señalando mejoras de las exportaciones y la demanda externa de la zona del euro, al tiempo que los nuevos pedidos exteriores de manufacturas recibidos de países de fuera de la zona del euro han vuelto a aumentar.

Los indicadores económicos más recientes apuntan a que el patrón de sólido crecimiento observado recientemente continuará en el corto plazo. La producción industrial (excluida la construcción) experimentó un fuerte avance en noviembre. En consecuencia, en octubre y noviembre la producción se situó, en promedio, un 1 % por encima del nivel del tercer trimestre de 2017, en el que aumentó un 1,2 % en tasa intertrimestral. Los indicadores de opinión más recientes también señalan una dinámica de sólido crecimiento a corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 57,2 en el cuarto trimestre de 2017, frente a un valor de 56 en el tercero, antes de ascender nuevamente hasta situarse en 58,6 en enero de 2018. Al mismo tiempo, el indicador ESI de la Comisión Europea pasó de 112,1 en el tercer trimestre a 114,9 en el cuarto (véase gráfico 5). Tanto el ESI como el PMI se sitúan muy por encima de sus respectivas medias de largo plazo.

Se espera que la actual expansión económica, sólida y generalizada, continúe más allá del corto plazo. Las medidas de política monetaria del BCE, que han facilitado el proceso de desapalancamiento, siguen respaldando 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 la creciente riqueza de los hogares. La inversión empresarial continúa aumentando debido a unas condiciones de financiación muy favorables, a la mejora de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. La inversión en vivienda ha seguido creciendo en los últimos trimestres. Asimismo, la expansión mundial generalizada está impulsando las exportaciones de la zona del euro. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de enero, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2018 y 2019 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de octubre.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están básicamente equilibrados. Por un lado, el fuerte impulso cíclico actual podría seguir deparando sorpresas positivas en el crecimiento a corto plazo. Por otro, los riesgos a la baja siguen estando relacionados principalmente con factores de carácter global, como la evolución de los mercados de divisas.

² En la fecha límite de recepción de datos de este Boletín Económico no se disponía del desglose de las exportaciones en términos reales entre países destinatarios pertenecientes y no pertenecientes a la UE correspondiente a noviembre.

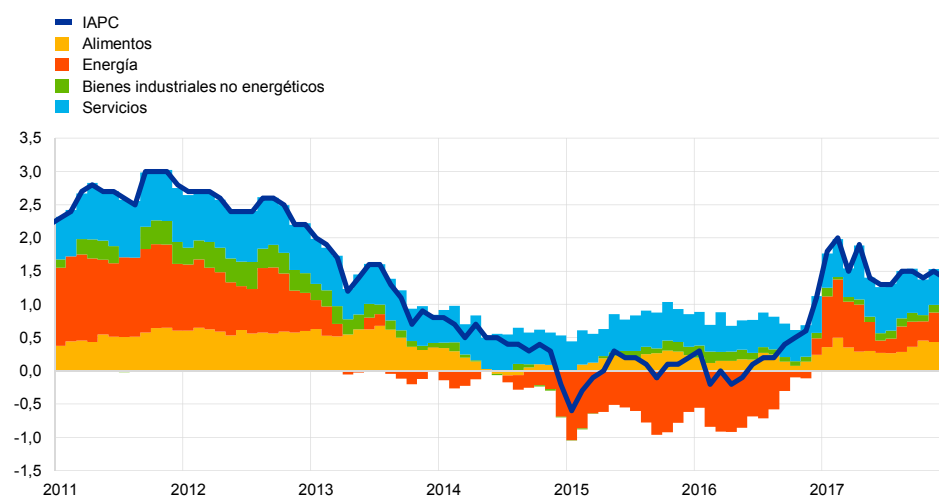
4 Precios y costes

La inflación medida por el IAPC general se situó en el 1,4 % en diciembre de 2017, frente al 1,5 % de noviembre (véase gráfico 7). Este descenso reflejó, principalmente, la reducción de la tasa de variación de los precios de la energía y, en menor medida, de la de los precios de los alimentos. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en una tasa del 0,9 % en diciembre de 2017, sin variación con respecto a noviembre y octubre.

Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2017.

Los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo moderados, debido en parte a factores especiales. Tras la reciente moderación, que reflejó parcialmente el impacto del acusado descenso de la tasa de variación de los precios de algunos servicios, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, retornó a niveles próximos a los registrados a principios de 2017. Se llega prácticamente a la misma conclusión si se excluyen también los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir, que suelen verse influidos por efectos de calendario y por las fechas de las rebajas, respectivamente. En conjunto, los indicadores de la inflación subyacente aún no han mostrado signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. Con todo, de cara al futuro, se espera que aumenten 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 de la capacidad ociosa de la economía y el mayor crecimiento de los salarios.

Las presiones sobre los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvieron estables, observándose señales incipientes de disminución de las presiones en las primeras fases del proceso de formación de precios. La inflación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio

volvió a caer en noviembre, hasta situarse en el $-0,6\%$, frente al $-0,4\%$ de octubre, mientras que la tasa de variación de los precios de importación de los bienes intermedios también se redujo, hasta el $2,7\%$, en noviembre, desde el $3,6\%$ observado en octubre. La presión a la baja derivada del impacto de la apreciación del euro contrarrestó con creces el incremento de la tasa de variación de los precios industriales a escala mundial, que se debió, principalmente, a la subida de la inflación interanual de los precios del petróleo en euros. Sin embargo, en las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios disminuyó solo ligeramente y se situó en el $3,2\%$ en noviembre, mientras que la inflación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo prácticamente estable en el $0,3\%$.

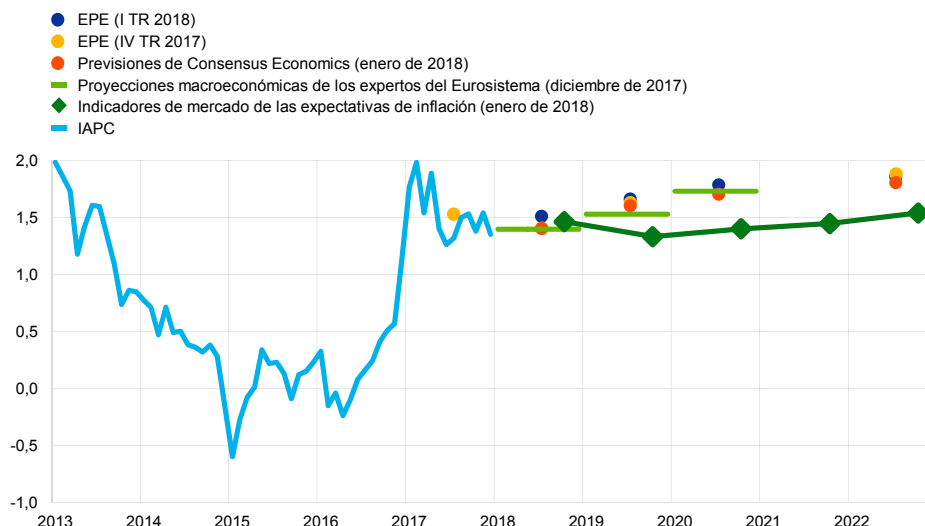
Datos recientes confirman el aumento del crecimiento de los salarios desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2016. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del $1,7\%$ en el tercer trimestre de 2017, sin variación con respecto al trimestre anterior, pero superior al mínimo del $1,1\%$ del segundo trimestre de 2016. El incremento observado desde entonces tiene su origen, principalmente, en la mayor contribución de la deriva salarial, que normalmente reacciona a la evolución cíclica con un retardo menor que los salarios negociados. El crecimiento interanual de los salarios negociados aumentó ligeramente desde el $1,5\%$ de septiembre de 2017 (que fue también la media del tercer trimestre) hasta el $1,6\%$ en octubre del mismo año. Aunque la evolución reciente del avance de los salarios está en consonancia con la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, es posible que siga estando lastrada por factores como la baja inflación registrada anteriormente, el débil crecimiento de la productividad y la perduración de los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis.

Los indicadores de mercado relativos a las expectativas de inflación a largo plazo aumentaron ligeramente, mientras que los indicadores de opinión se mantuvieron prácticamente estables (véase gráfico 8). El 24 de enero de 2018, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el $1,76\%$. De cara al futuro, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación siguen señalando un retorno muy gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2% . Estos indicadores continúan sugiriendo que el riesgo de deflación se mantiene bien contenido. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2018, las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro permanecieron estables en el $1,9\%$.

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 diciembre de 2017. Las proyecciones de Consensus Economics correspondientes a 2020 y 2022 provienen de las previsiones de octubre de 2017. 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 24 de enero de 2018.

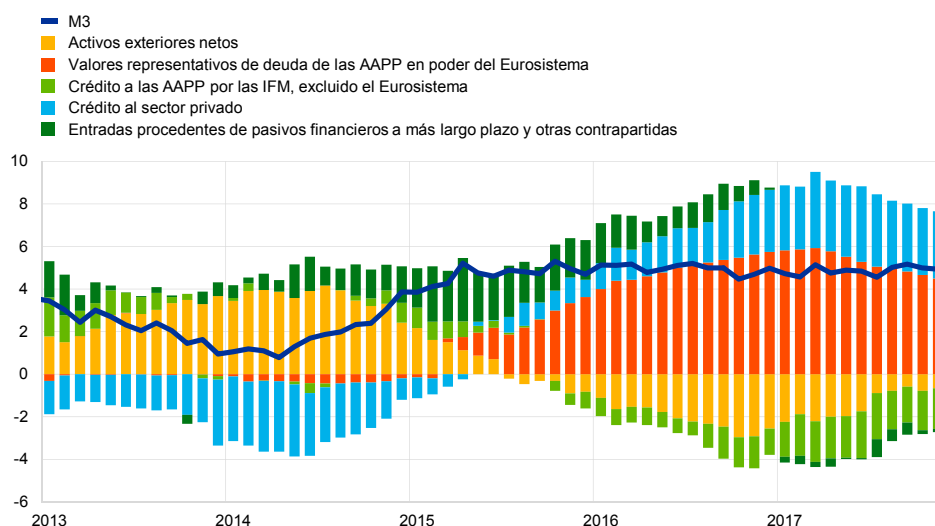
Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro volvieron a aumentar en el tercer trimestre de 2017. Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda de la zona del euro se incrementaron en un 4,4 %, en términos interanuales, en el tercer trimestre del año pasado, frente al 3,9 % registrado en el trimestre anterior, lo que confirma un nuevo fortalecimiento y una mayor generalización del ciclo de precios de la vivienda. El reciente incremento de los precios de la vivienda implica un leve deterioro de la accesibilidad para la mayoría de las personas interesadas en comprar una vivienda (véase el recuadro titulado «El aumento reciente de los precios de la vivienda y la accesibilidad a la vivienda», en este Boletín Económico).

5 Dinero y crédito

El agregado monetario amplio continuó creciendo a un ritmo sólido. La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo prácticamente sin variación en el 4,9 % en noviembre de 2017, fluctuando en torno al nivel observado 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 volvieron a respaldar el crecimiento de M3. Los componentes más líquidos fueron nuevamente los que más contribuyeron al avance del agregado monetario amplio, con una tasa de crecimiento interanual de M1 del 9,1 % en noviembre (frente al 9,4 % de octubre).

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. La última observación corresponde a noviembre de 2017.

Las contrapartidas internas de M3 siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. En lo que respecta a las contrapartidas, las adquisiciones de deuda pública por parte del Eurosistema (véanse las partes de color rojo del gráfico 9), realizadas principalmente en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés), contribuyeron de forma positiva al avance de M3. Además, la recuperación sostenida del crédito al sector privado (véanse las partes de color azul del gráfico 9) siguió sustentando el crecimiento de M3. 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. También comprende las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM,

que se presentan junto con otras contrapartidas (véanse las partes de color verde oscuro del gráfico 9), volvió a contribuir positivamente al crecimiento de M3. La tasa de variación interanual de estos pasivos ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2012, debido, en parte, al impacto de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico del BCE, que pueden haber actuado como sustituto de la financiación a más largo plazo en los mercados. Por último, el impacto del PSPP en el avance de M3 se vio frenado porque el Eurosistema realizó una parte de sus compras de deuda pública a IFM de la zona del euro, lo que contribuyó al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema (véanse las partes de color verde claro del gráfico 9).

Los activos exteriores netos de las IFM siguieron lastrando el crecimiento interanual de M3 (véanse las partes de color amarillo del gráfico 9). Aunque el flujo interanual de los activos exteriores netos se mantuvo negativo en noviembre de 2017, las salidas de capital de la zona del euro, que pueden atribuirse, en parte, a las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP, se han reducido en los últimos meses, lo que ha ayudado a mitigar la correspondiente presión a la baja sobre el crecimiento de M3. Pese a que los no residentes siguieron contándose entre los principales vendedores de valores admisibles en el programa de compra de activos, pueden haber moderado el reajuste de sus carteras mediante la reducción de otros activos de la zona del euro.

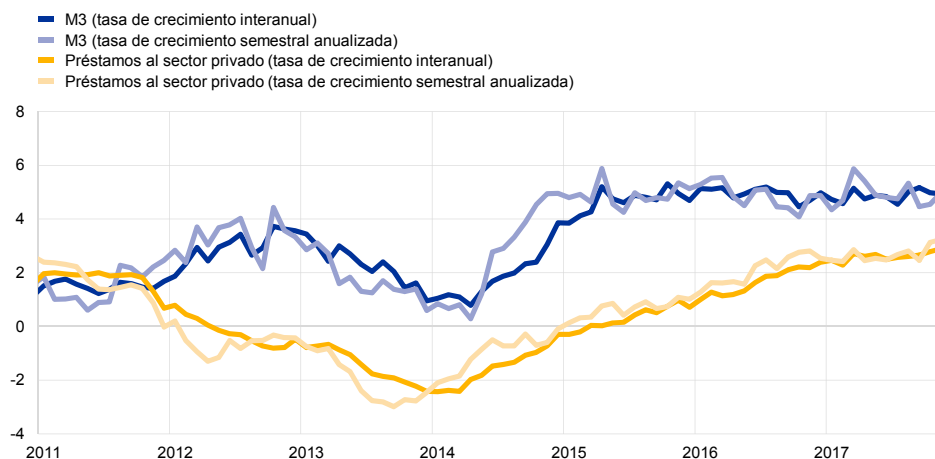
El crecimiento del crédito continuó recuperándose gradualmente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería [*notional cash pooling*]) aumentó hasta el 2,9 % en noviembre (véase gráfico 10). Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentó hasta el 3,1 % en noviembre (desde el 2,9 % registrado en octubre). Mientras tanto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se situó en el 2,8 % (frente al 2,7 % de octubre). El significativo descenso de los tipos de interés del crédito bancario observado en toda la zona del euro desde mediados de 2014 (sobre todo, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y la mejora general en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito³.

³ Véase también la sección 3 del informe *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2017.

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 noviembre de 2017.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2018

sugiere que el crecimiento del crédito 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 aprobación de los préstamos a hogares. En el

cuarto trimestre de 2017, los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se relajaron, mientras que permanecieron sin cambios para los préstamos a empresas. Las presiones competitivas y la menor percepción de riesgo debido a la mejora de las perspectivas económicas fueron importantes determinantes de esta evolución. Las entidades de crédito también indicaron que había aumentado 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 significativos que impulsaron la demanda. Además, en el segundo semestre de 2017, las entidades de crédito de la zona del euro siguieron respondiendo a las medidas adoptadas en materia de regulación y de supervisión reforzando en mayor medida sus posiciones de capital. Asimismo, señalaron que estas medidas habían tenido un efecto prácticamente neutral sobre los criterios de aprobación en todas las categorías de préstamos, con la excepción del crédito al consumo y del crédito a hogares para otros fines, donde el efecto fue un leve endurecimiento.

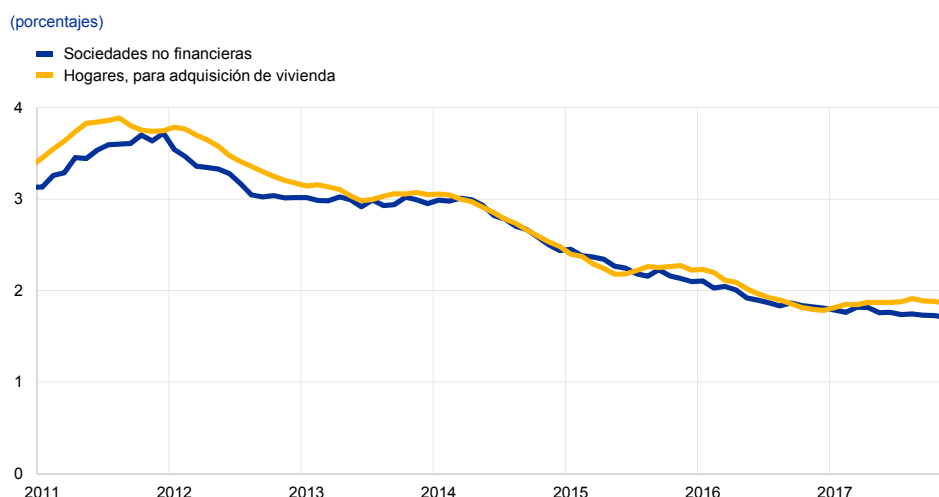
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron en mínimos históricos o próximos a ellos. En noviembre de 2017, el tipo de interés sintético de los préstamos

bancarios otorgados a las sociedades no financieras registró un nuevo mínimo histórico, del 1,71 %. El tipo de interés sintético de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo prácticamente sin variación en el 1,87 % en noviembre, frente al mínimo histórico del 1,78 % alcanzado en diciembre de 2016 (véase gráfico 11). Los tipos sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares 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. Entre mayo de 2014 y noviembre de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos a estos dos sectores cayeron 122 puntos básicos y 105 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, este descenso fue particularmente pronunciado en los países vulnerables de la zona del euro, lo que señala una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de estos préstamos en toda la zona. En ese mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma sustancial. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios.

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 noviembre de 2017.

Se estima que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyó ligeramente en el cuarto trimestre de 2017. Los datos del BCE más recientes señalan que los flujos totales de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras en octubre y en noviembre fueron, en términos netos, ligeramente inferiores a los del tercer trimestre de 2017. Además, de acuerdo con los datos procedentes del mercado, la emisión de este tipo de valores se debilitó considerablemente en diciembre de 2017, en consonancia con las regularidades históricas. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras volvió a situarse en cifras positivas, gracias al fortalecimiento observado en octubre y noviembre, que invirtió la tendencia negativa del tercer trimestre de 2017.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro continuaron 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, se estabilizó en torno al 4,4 % en el último trimestre de 2017 y permaneció en el mismo nivel en la primera mitad de enero de 2018. En consecuencia, el coste de financiación se sitúa actualmente unos 34 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 y es acorde con la orientación de la política monetaria del BCE. La evolución reciente del coste nominal total de la financiación refleja el hecho de que el ligero incremento del coste de los valores de renta fija se está compensando con nuevos descensos del coste estimado de los préstamos bancarios. Por tanto, el coste de la deuda, expresado como media ponderada del coste de la financiación bancaria y del coste de la financiación mediante valores de renta fija, continúa fluctuando en torno a su mínimo histórico de noviembre de 2017. El coste de las acciones se ha mantenido prácticamente estable desde octubre de 2017.

Recuadros

1 El impacto macroeconómico de la reforma fiscal en Estados Unidos

Ursel Baumann y Allan Gloe Dizioli

Tras la aprobación de la legislación para la reforma del sistema tributario en Estados Unidos a finales del año pasado, en este recuadro se resumen sus principales aspectos y se analizan los canales a través de los que la reforma puede afectar a su macroeconomía, así como los posibles efectos contagio y las repercusiones desde una perspectiva europea.

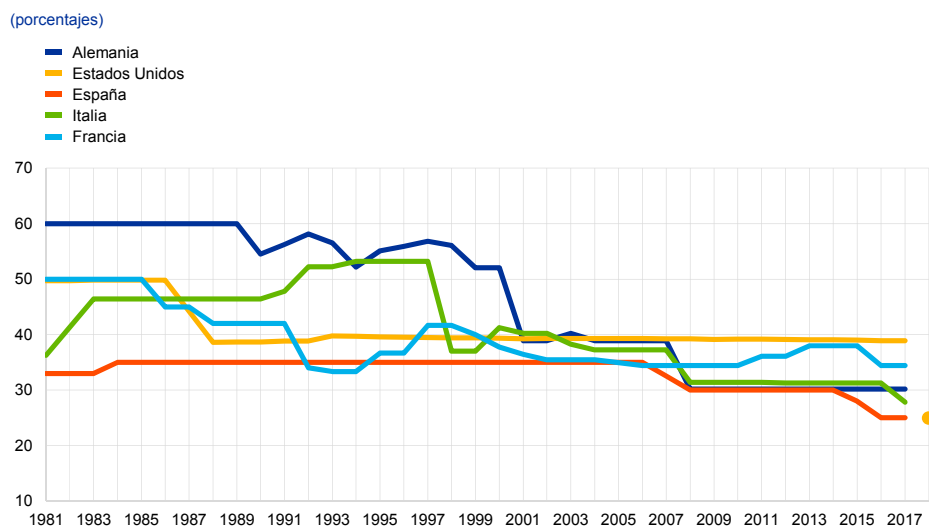
El presidente de Estados Unidos, Donald Trump, consiguió una importante victoria legislativa con la promulgación de la Ley del Empleo y de Recortes de Impuestos (*Tax Cuts and Jobs Act*) el 22 de diciembre de 2017. Esta reforma fiscal, que entró en vigor el 1 de enero de 2018, supone una importante transformación del sistema tributario estadounidense y entraña un número considerable de cambios. Entre las principales disposiciones de la Ley se encuentran las siguientes⁴: i) una reducción permanente, del 35 % al 21 %, del tipo impositivo del impuesto sobre sociedades, al tiempo que se permite deducir íntegramente de la base imponible de este impuesto las inversiones durante un período de cinco años, tras el cual la deducción se eliminará gradualmente; ii) una simplificación temporal y una reducción del impuesto sobre la renta de las personas físicas, así como un aumento de la deducción por hijos; iii) una rebaja del impuesto sobre la renta para los propietarios de pequeñas empresas, y iv) la eliminación de la tributación de la mayoría de las rentas empresariales obtenidas en el extranjero por accionistas de empresas estadounidenses, lo que supone un cambio hacia un sistema territorial «híbrido» con un impuesto de transición extraordinario sobre los beneficios no gravados, del 15,5 % para activos líquidos y del 8 % para activos ilíquidos. Este sistema territorial se complementa con medidas para limitar la erosión de las bases imponibles y un impuesto mínimo aplicable a algunas operaciones de empresas estadounidenses en el extranjero.

La presión fiscal sobre las rentas de las empresas estadounidenses se reducirá de manera significativa hasta situarse en un nivel próximo al de algunas economías de la zona del euro. El gráfico A muestra el tipo impositivo del impuesto sobre sociedades (combinado para los niveles central y subcentral de la Administración) en Estados Unidos antes y después de la reforma en comparación con las grandes economías de la zona del euro. Antes de la reforma, el tipo impositivo de este impuesto en Estados Unidos era superior a los aplicados en todos los grandes países de la zona del euro, mientras que, después de la reforma, se sitúa próximo a los tipos más bajos de esos países.

⁴ El Tax Policy Center ha publicado un [cuadro con una descripción detallada](#) de los principales cambios que implica la reforma fiscal en comparación con la situación de 2017.

Gráfico A

Comparación de los impuestos sobre sociedades combinados a nivel central y subcentral de la Administración



Fuentes: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos y cálculos del BCE.

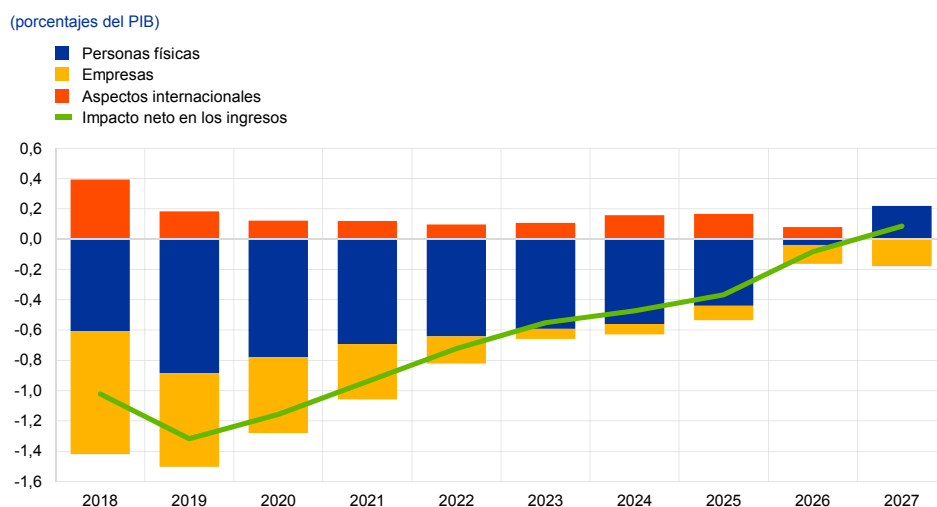
Notas: El impuesto sobre sociedades combinado muestra el impuesto sobre sociedades básico combinado a nivel central y subcentral (establecido por ley) resultante del tipo aplicado por la Administración Central (menos deducciones por impuestos subnacionales) más el tipo aplicado a nivel subcentral. El punto correspondiente a 2018 es el tipo impositivo calculado después de la reforma acometida en Estados Unidos.

En general, la reforma proporcionará un estímulo fiscal significativo a la economía estadounidense en el próximo decenio.

El Joint Committee on Taxation estima que el efecto estático neto del estímulo fiscal sobre las personas físicas y las empresas ascenderá a alrededor de 1,46 billones de dólares estadounidenses en diez años, o el 0,7 % del PIB por año, en promedio (véase gráfico B). Los efectos más importantes en la recaudación tributaria se producen hasta 2025, principalmente porque la mayor parte de las disposiciones que afectan a las personas físicas quedan sin efecto después de ese año. Los efectos en los ingresos derivados de las disposiciones que afectan a las empresas estadounidenses también disminuyen con el tiempo, en parte debido a la eliminación gradual de la deducción extraordinaria por inversiones. La principal fuente directa de generación de ingresos a raíz de la reforma es el impuesto extraordinario sobre los beneficios obtenidos por las multinacionales estadounidenses en el extranjero, que diferían el pago de impuestos hasta su repatriación a Estados Unidos.

Gráfico B

Impacto fiscal neto estático de la reforma fiscal sobre los ingresos, 2018-2027



Fuentes: Joint Committee on Taxation, Congressional Budget Office y cálculos del BCE.

Nota: Las estimaciones de los ingresos fiscales se han convertido en estimaciones para años naturales y se han dividido por las estimaciones del PIB nominal de la Congressional Budget Office.

Se espera que la reforma impulse la demanda interna e incremente el PIB real de Estados Unidos a corto plazo.

La disminución de los tipos impositivos del impuesto sobre la renta de las personas físicas aumentará la renta disponible de los hogares y fomentará el consumo, especialmente entre las familias con restricciones de liquidez. Parte del incremento de la renta después de impuestos también generará un aumento del ahorro, en particular en el caso de las personas más ricas. Además, la reducción del impuesto sobre sociedades debería incrementar la riqueza de los hogares a través de subidas de los precios de los activos y de dividendos más elevados, impulsando el consumo y el ahorro. El incremento de los beneficios empresariales también puede plasmarse en crecimientos salariales si los trabajadores negocian una participación en los mayores beneficios⁵, lo que, a su vez, elevará el consumo. Por último, los recortes de los impuestos sobre sociedades y la deducibilidad íntegra de las inversiones durante cinco años reducirán el coste después de impuestos de las inversiones, aumentando la demanda como consecuencia de los mayores incentivos para invertir.

Asimismo, cabe esperar cierto impacto positivo sobre la capacidad productiva de la economía.

Las reducciones del impuesto sobre la renta de las personas físicas incrementan las rentas del trabajo después de impuestos, lo que puede reforzar los incentivos para una mayor participación de los trabajadores en el mercado laboral⁶. Por otra parte, al aumentar la rentabilidad del capital después de impuestos, la disminución del impuesto sobre sociedades y la deducibilidad íntegra de las inversiones deberían incrementar las inversiones y el *stock* de capital de la economía. A su vez, un *stock* de capital más elevado debería incrementar el producto potencial e impulsar la productividad del trabajo. La simplificación del

⁵ Véase W. Arulampalam, M. P. Devereux y G. Maffini, «The direct incidence of corporate income tax on wages», *European Economic Review*, vol. 56, n.º 6, agosto de 2012, pp. 1038-1054.

⁶ La oferta de trabajo aumentaría si el efecto sustitución es superior al efecto renta.

código fiscal y la eliminación de las distorsiones impositivas de las distintas estrategias de financiación de las empresas también podrían elevar la productividad mediante la reasignación de capital a sectores más eficientes.

Sin embargo, en una fase avanzada del ciclo económico, los multiplicadores fiscales tienden a ser menores que cuando la brecha de producción es considerable. Una conclusión habitual de la literatura es que los multiplicadores fiscales (es decir, el efecto adicional sobre el crecimiento generado por una variación de los ingresos tributarios en porcentaje del PIB resultante de una modificación de la política fiscal) son menores si la economía está próxima a su producto potencial o se sitúa por encima de este^{7,8}. Además, los multiplicadores de los impuestos tienden a ser más reducidos que los multiplicadores del gasto público, lo que también implica un efecto positivo bastante limitado de la reforma fiscal sobre la demanda⁹.

Las estimaciones disponibles sugieren que el impacto de la reforma fiscal sobre el PIB de Estados Unidos será positivo a corto plazo, mientras que los efectos a largo plazo son mucho más inciertos. Algunas instituciones han realizado simulaciones basadas en modelos del efecto macroeconómico de la reforma fiscal (véase cuadro A), y una conclusión habitual es que la reforma dará lugar a un avance moderado del nivel del PIB real de Estados Unidos, de entre el 0,5 % y el 1,3 %, en los tres próximos años. No obstante, el amplio rango de estimaciones del impacto para 2027 sugiere que los efectos a largo plazo en la economía estadounidense son muy inciertos¹⁰. Estos efectos dependen en gran medida de cómo se financiará la reforma del sistema tributario y del impacto del aumento del déficit sobre los costes de la deuda soberana. Inicialmente, el menor coste del capital resultante de la reforma debería aumentar la inversión y el *stock* de capital, influyendo positivamente en la oferta de la economía. No obstante, si se supone que la reforma será financiada con déficits, con el tiempo, el creciente déficit público podría provocar una subida de los tipos de interés a largo plazo, incrementando el coste del capital y contrarrestando algunos de los efectos positivos por el lado de la oferta. En cambio, cabe esperar un impacto global más positivo sobre la capacidad de la economía estadounidense si la reforma se financia mediante una reducción del gasto o una subida de otros impuestos menos distorsionantes.

⁷ Véase S. Gechert y A. Rannenberg, «Are Fiscal Multipliers Regime-Dependent? A Meta Regression Analysis», *IMK Working Papers*, n.º 139-2014, IMK, 2014.

⁸ Para una explicación de los motivos por los que este puede ser el caso, véase F. Reichling y C. Whalen, «The Fiscal Multiplier and Economic Policy Analysis in the United States», *Working Paper Series*, n.º 2015-02, Congressional Budget Office, febrero de 2015.

⁹ Véase G. Coenen *et al.*, «Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, n.º 1, pp. 22-68, enero de 2012, donde se proporciona evidencia basada en diversos modelos estructurales de que los multiplicadores son más elevados si se adoptan medidas fiscales relacionadas con el gasto.

¹⁰ Además, parte del impulso de la demanda revierte después de 2025 como consecuencia del carácter temporal de los recortes del impuesto sobre la renta de las personas físicas.

Cuadro A

Estimaciones del impacto macroeconómico de la reforma fiscal sobre el nivel del PIB

(porcentajes)

	2018	2019	2020	2027
Tax Foundation	0,4	0,9	1,3	2,9
Tax Policy Center	0,8	0,7	0,5	0
Penn Wharton Budget Model	n/a	n/a	n/a	0,6 - 1,1
Joint Committee on Taxation ¹	0,8-0,9	0,8-0,9	0,8-0,9	0,1-0,2

Fuentes: Tax Foundation, Tax Policy Center, Penn Wharton Budget Model y Joint Committee on Taxation.

1) Según el Joint Committee on Taxation, el impacto medio sobre el nivel del PIB en el período de diez años es del 0,7 %, situándose entre el 0,8 % y el 0,9 % durante la mayor parte del horizonte presupuestario de diez años y cayendo hasta el 0,1 %-0,2 % al final del período.

Desde la perspectiva de la zona del euro, la reforma podría tener consecuencias en términos de efectos contagio macroeconómicos. La política fiscal más expansiva de Estados Unidos impulsará la demanda interna, lo que podría aumentar la demanda de bienes y servicios de la zona del euro, pero es probable que la magnitud total del efecto sea bastante reducida.

La zona del euro también se verá afectada por los cambios que se producirán en el entorno fiscal internacional, cuyas consecuencias son muy inciertas y complejas. En primer lugar, la reducción del impuesto sobre sociedades en Estados Unidos aumenta el atractivo fiscal de este país frente a otros, lo que influirá en los incentivos de las empresas para invertir. Un estudio realizado por el Centre for European Economic Research (Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, ZEW)¹¹ concluye que la reforma fiscal provocará un incremento de la inversión extranjera directa (IED) en este país procedente de la Unión Europea que superará el aumento de la IED de Estados Unidos en la UE. En segundo lugar, la reforma afectará a las estrategias de planificación tributaria de las multinacionales. En concreto, como consecuencia de la adopción de un sistema territorial en Estados Unidos y de las diferencias después de la reforma en los tipos impositivos aplicados en este país y en algunos Estados miembros de la UE con impuestos elevados, los incentivos para desplazar beneficios han cambiado. Asimismo, algunos aspectos de la reforma también proporcionan incentivos para reubicar derechos de propiedad intelectual en Estados Unidos. En términos más generales, la reforma conlleva el riesgo de intensificar la competencia fiscal en todo el mundo, lo que podría erosionar las bases imponibles en los países de la UE. En tercer lugar, se ha señalado que algunas de las disposiciones internacionales de la reforma fiscal de Estados Unidos podrían no ser acordes con las normas de la Organización Mundial de Comercio y con los convenios de doble imposición.

¹¹ Véase F. Heinemann, O. Pfeiffer, T. Schwab, C. Spengel, M. Olbert y K. Stutzenberger, *Analysis of US Corporate Tax Reform Proposals and their Effects for Europe and Germany*, Centre for European Economic Research, Mannheim, 11 de diciembre de 2017.

2 El consumo de bienes duraderos en la actual expansión económica

Maarten Dossche y Lorena Saiz

El gasto de los hogares en bienes de consumo duradero es la parte del consumo privado más sensible al ciclo económico. El consumo privado engloba los servicios y los bienes no duraderos, semiduraderos y duraderos. La vida esperada de los bienes duraderos suele ser superior a los tres años, e inferior en el caso de los semiduraderos y los no duraderos¹². Los hogares no obtienen directamente utilidad del gasto en bienes duraderos en el período actual, sino más bien del flujo de servicios que proporcionan durante su vida útil. En consecuencia, el consumo de estos bienes es más sensible al ciclo económico. Las familias pueden reducir temporalmente estas adquisiciones cuando cae su renta sin que su utilidad disminuya notablemente a corto plazo y reanudarlas cuando su renta se recupera, con el fin de compensar caídas anteriores en su *stock* de bienes duraderos¹³. Además, también existe una mayor tendencia a financiar estos bienes mediante crédito, debido a su elevado valor unitario y a que su vida es más larga. El alto valor unitario de los bienes duraderos hace que las rentas corrientes puedan no ser suficientes y que los hogares tengan que recurrir a préstamos para financiarlos. Asimismo, como consecuencia de su mayor vida útil, algunos bienes duraderos pueden utilizarse como garantía, lo que facilita su financiación mediante crédito. Sin embargo, como los criterios de aprobación de los préstamos tienden a ser más estrictos durante las recesiones económicas y a relajarse durante las expansiones, esto también hace que estos bienes sean más sensibles al ciclo económico¹⁴. Por lo tanto, aunque los bienes de consumo duradero solo representan alrededor del 10 % del consumo total, explican hasta el 20 % de la variación total del crecimiento del consumo debido a su mayor variabilidad.

El consumo de bienes duraderos ha crecido de forma muy acusada en los últimos años. Durante la crisis financiera, el consumo de estos bienes se contrajo de forma pronunciada (véase gráfico A), aunque los planes de sustitución de vehículos de varios países de la zona del euro proporcionaron cierto alivio, incentivando la compra de automóviles nuevos (por ejemplo, en 2009). Desde 2013, el consumo de estos bienes ha vuelto a incrementarse vigorosamente, impulsando el crecimiento del consumo total. La recuperación observada en la renta real disponible y la relajación de las condiciones de financiación han aumentado la intención de compra de bienes duraderos por parte de los hogares, especialmente en los países de la zona del euro más afectados por la crisis financiera.

¹² Véase el recuadro titulado «Evolución reciente del consumo de bienes duraderos», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2015.

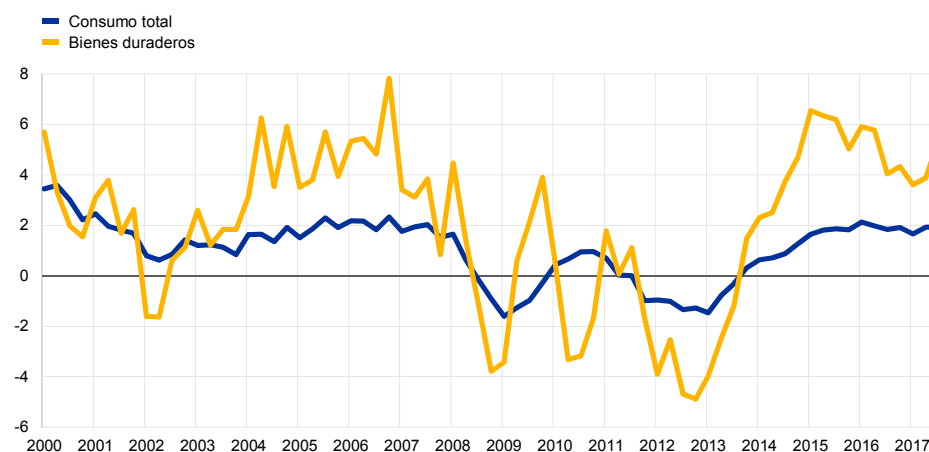
¹³ Véase M. Browning y T. Crossley, «Shocks, Stocks, and Socks: Smoothing Consumption Over a Temporary Income Loss», *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, número 6, 2009, pp. 1169-1192.

¹⁴ Véase E. Chah, V. Ramey y R. Starr, «Liquidity Constraints and Intertemporal Optimisation: Theory and Evidence from Durable Goods», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, número 1, 1995, pp. 272-287.

Gráfico A

Consumo privado en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El consumo total se refiere a los hogares y a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares. Los bienes duraderos corresponden a los hogares y se aproximan utilizando datos disponibles de todos los países de la zona del euro, salvo Bélgica e Irlanda. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017.

Otro factor que sustenta el consumo de bienes duraderos es la demanda

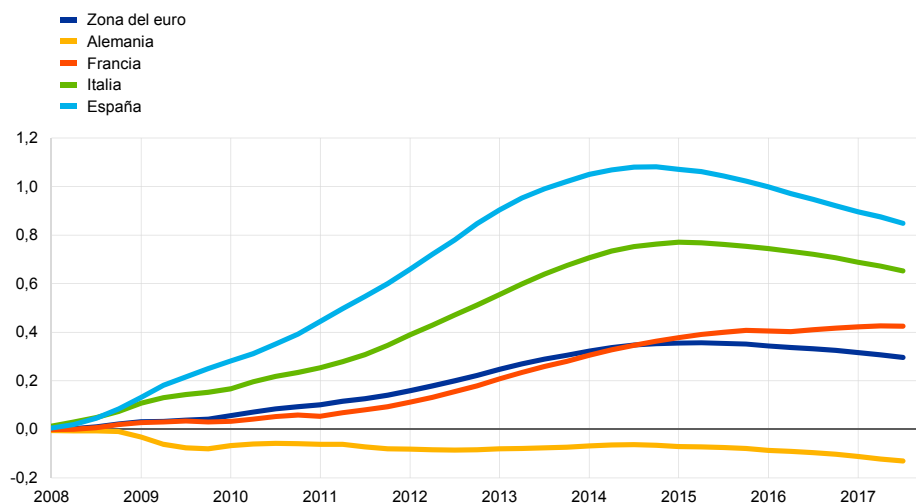
embalsada. La pronunciada caída del consumo de bienes duraderos durante la crisis también se tradujo en un descenso del *stock* observado de estos bienes y en un incremento proporcional de su antigüedad media (véase gráfico B). En los países más afectados por la crisis financiera (como Italia y España), el aumento de la antigüedad media del *stock* de bienes duraderos fue mucho más acusado, lo que generó una demanda embalsada en cuanto las condiciones económicas mejoraron. A medida que ha avanzado la recuperación económica, los hogares han podido elevar el gasto en estos bienes y compensar caídas anteriores en su *stock* de bienes duraderos. Como resultado, la antigüedad media del *stock* de este tipo de bienes ha disminuido desde 2015 y el impacto al alza de la demanda embalsada de estos bienes se ha reducido. Esto también ha sido confirmado en España por evidencia basada en modelos¹⁵. Después de una larga fase de recuperación del consumo privado, esta evolución puede considerarse una normalización.

¹⁵ Véase «La reabsorción de la demanda embalsada de los bienes de consumo duradero», *Boletín Económico*, número 4/2017, Banco de España, 2017.

Gráfico B

Variación de la antigüedad media del stock de bienes duraderos

(años; variación acumulada desde el cuarto trimestre de 2007)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: La antigüedad media del stock de bienes duraderos puede estimarse utilizando la tasa de depreciación y la vida útil de estos bienes. Una reducción de la antigüedad media implica que el gasto del período en bienes duraderos supera la depreciación del stock. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017.

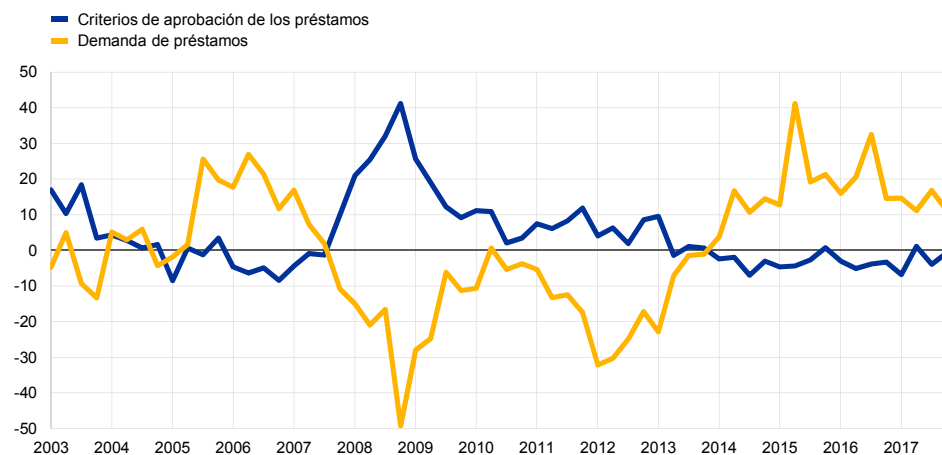
Las condiciones crediticias favorables continúan respaldando el consumo de

bienes duraderos. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de concesión aplicados por las entidades de crédito a los préstamos para consumo se han relajado desde 2014 (véase gráfico C), reflejo de las medidas de expansión crediticia adoptadas por el BCE para reactivar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Al mismo tiempo, los participantes en la encuesta indican que la demanda de crédito al consumo ha aumentado en los últimos años, favorecida por los niveles muy reducidos de los tipos de interés de los préstamos (véase también la sección 5).

Gráfico C

Oferta y demanda de crédito al consumo en la zona del euro

(porcentajes netos ponderados)



Fuente: BCE.

Notas: En la encuesta sobre préstamos bancarios se pregunta a las entidades cómo han cambiado los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para consumo en los últimos tres meses. Asimismo, se les pregunta cómo ha variado la demanda de estos préstamos en los últimos tres meses. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2017.

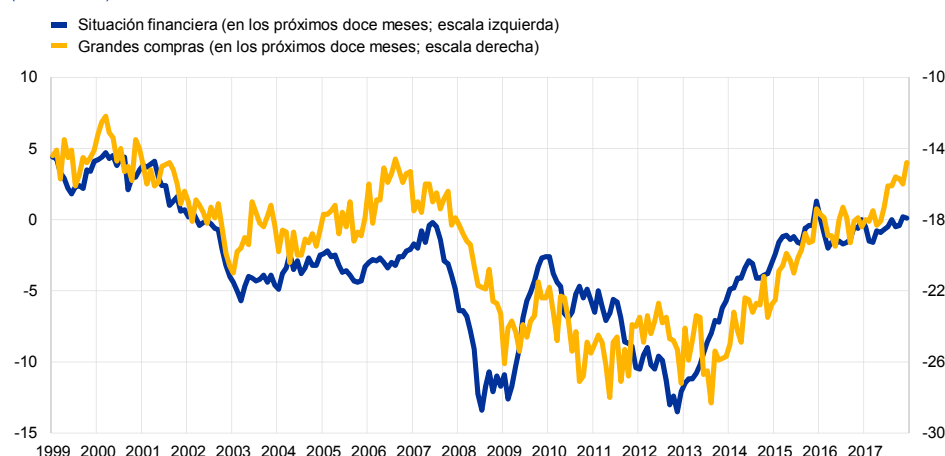
De cara al futuro, el gasto de los hogares en bienes de consumo duradero debería seguir creciendo como consecuencia de la sólida evolución de la renta.

La última encuesta a consumidores realizada por la Comisión Europea indica que ha aumentado el número de hogares que esperan gastar más en grandes compras en los próximos doce meses (véase gráfico D). De igual modo, también son más las familias que esperan que su situación financiera mejore el próximo año, gracias, principalmente, a nuevos aumentos del empleo y los salarios a medida que mejore el mercado de trabajo (véase también la sección 3), así como incrementos de la riqueza neta al subir los precios de los activos.

Gráfico D

Situación financiera de los hogares e intenciones de efectuar grandes compras

(saldos netos)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: La última observación corresponde a diciembre de 2017.

El aumento reciente de los precios de la vivienda y la accesibilidad a la vivienda

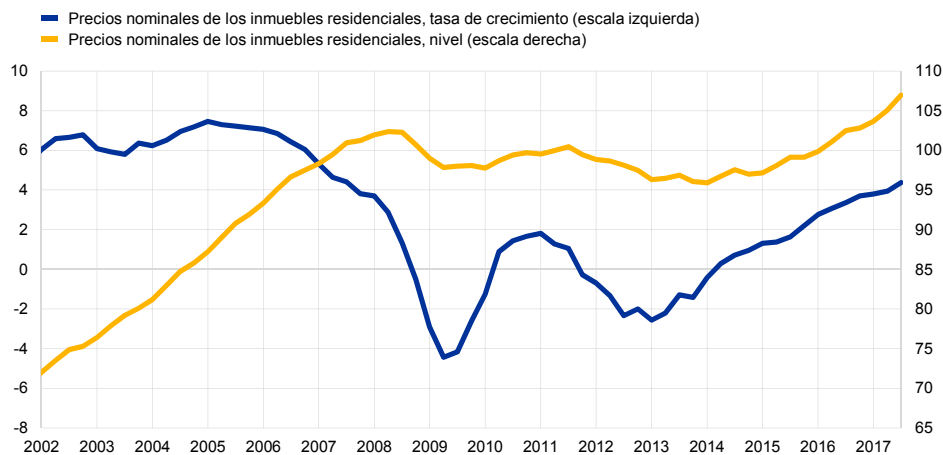
Julien Le Roux y Moreno Roma

Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro registraron un nuevo impulso en 2017. En el tercer trimestre, la tasa de variación interanual del indicador de precios de los inmuebles residenciales del BCE se situó en el 4,4 %, frente al 3,9 % del trimestre anterior (véase gráfico A). Esta aceleración fue bastante generalizada en todos los países de la zona, aunque con diferentes niveles de crecimiento, ya que dos países siguieron registrando tasas de variación interanual negativas en el tercer trimestre y otros dos tasas de más del 10 %. Las subidas que han experimentado los precios de la vivienda en los últimos años pueden tener implicaciones para la accesibilidad a la vivienda. En este recuadro se analiza una selección de indicadores de accesibilidad.

Gráfico A

Precios nominales de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual, índice: 2007 = 100)



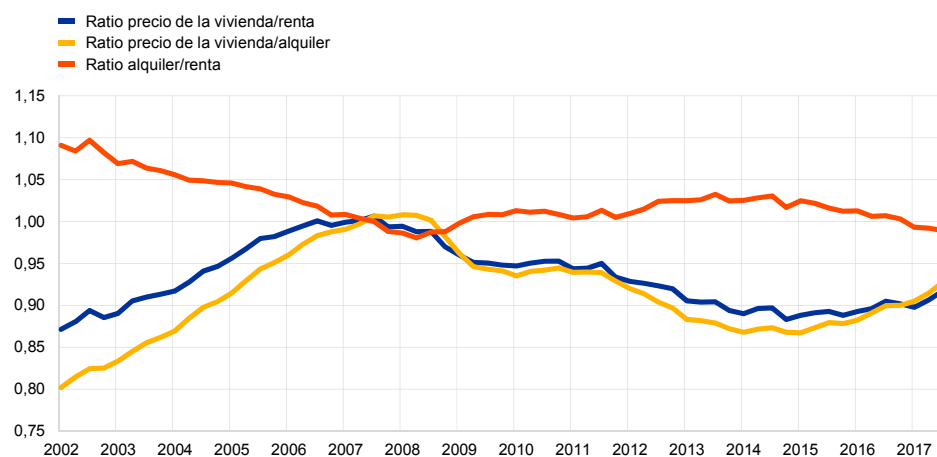
Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

El concepto de accesibilidad varía para los distintos grupos de hogares. Este concepto se refiere fundamentalmente a los costes de la vivienda en relación con la renta. La cuestión de si estos costes se ven afectados por las subidas de los precios de la vivienda suele depender de cómo se consideren a sí mismos los hogares, esto es, como compradores, propietarios o arrendatarios. A nivel agregado, recientemente, los precios de la vivienda han aumentado a un ritmo algo más rápido que la renta disponible de los hogares, lo que sugiere un deterioro de la accesibilidad promedio (véase gráfico B). No obstante, esto sería aplicable en primera instancia a los hogares que hayan adquirido una vivienda hace poco o tengan previsto adquirirla a unos precios más elevados.

Gráfico B

Indicadores agregados de accesibilidad a la vivienda en la zona del euro

(Índices, 2007 = 1)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La renta se refiere a la renta bruta disponible de los hogares. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017.

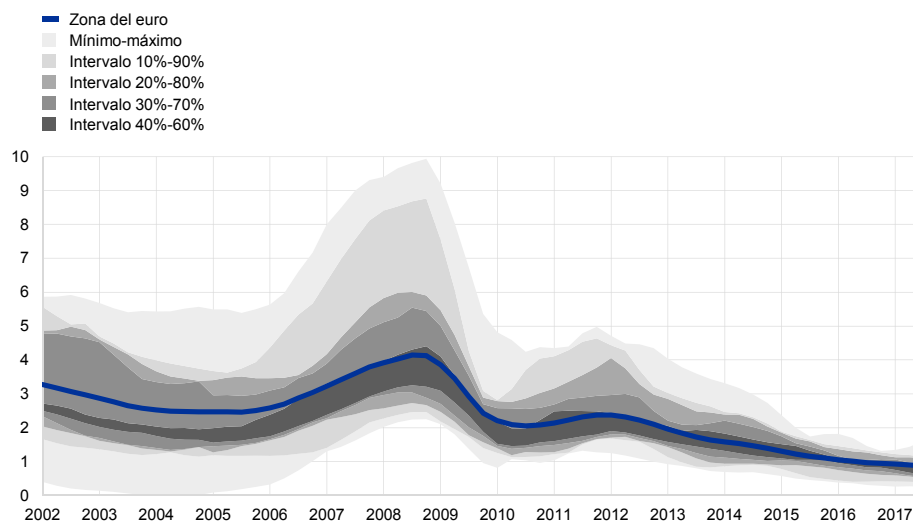
Para los propietarios de una vivienda, la accesibilidad depende, en gran medida, de si tienen que hacer frente al pago de una deuda. A nivel agregado, la carga financiera puede medirse utilizando la relación entre el pago por intereses y la renta disponible¹⁶. Esta ratio ha disminuido gradualmente en los últimos años en todos los países de la zona del euro (véase gráfico C), reflejando los bajos tipos de interés. Por tanto, el efecto de la subida de los precios de la vivienda se ha visto amortiguado por la menor carga por intereses. En el caso de los hogares que ya son propietarios, es posible que esta subida incluso haya aumentado la accesibilidad si la revalorización de la vivienda como garantía reduce los costes de financiación al renegociar los préstamos para vivienda.

¹⁶ Esta ratio no incluye las subvenciones y las deducciones fiscales, que pueden tener el efecto de reducir el coste de la vivienda.

Gráfico C

Carga por intereses de la deuda de los hogares en la zona del euro

(porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las zonas sombreadas indican los deciles de la carga por intereses por países durante un año. Los deciles se basan en la carga por intereses en los cuatro últimos trimestres. El gráfico muestra los pagos por intereses de la deuda de los hogares, ya que las cuentas nacionales no presentan un desglose de dichos pagos por finalidad de los préstamos (para adquisición de vivienda, consumo, otros fines). No se dispone de datos relativos a Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta y Eslovenia. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017.

La magnitud del impacto de la subida de los precios de la vivienda en los arrendatarios depende de si se producen efectos de contagio a los precios de los alquileres.

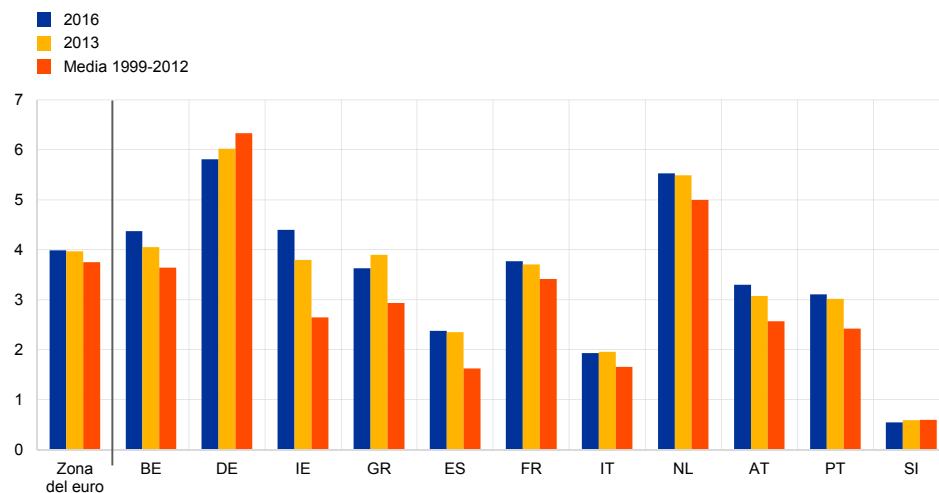
Generalmente, los aumentos de los precios de la vivienda no se trasladan totalmente a los alquileres¹⁷. A nivel agregado, los precios de los alquileres se han incrementado en menor medida que los precios de la vivienda y la renta disponible en los últimos años (véanse las ratios precio de la vivienda/alquiler y alquiler/renta en el gráfico B). Esto indica que, hasta ahora, los arrendatarios han experimentado, en promedio, una mejora en la accesibilidad a la vivienda. No obstante, con el tiempo, los propietarios que hayan adquirido su vivienda con fines de alquiler querrán recuperar el mayor precio abonado o los mayores costes de mantenimiento y reparación que pueden producirse en el contexto de un endurecimiento del mercado de la vivienda. Por lo tanto, la reciente subida de los precios de la vivienda todavía podría tener un efecto negativo en la accesibilidad a la vivienda para los arrendatarios cuando formalicen un nuevo contrato de arrendamiento o renegocien sus contratos. Además, en la zona del euro, la accesibilidad a la vivienda para los arrendatarios, medida como la parte de la renta dedicada a gastos de alquiler, fluctuó en torno al 4 % entre 2013 y 2016 (véase gráfico D). Esta estabilidad, en un período en el que la ratio alquiler/renta disminuyó (véase gráfico B), indica los efectos del incremento de la demanda, reflejo de una mayor proporción de arrendatarios en la población.

¹⁷ Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «House prices and the rent component of the HICP in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2014. Una respuesta más moderada podría deberse, por ejemplo, a la existencia de un porcentaje relativamente elevado de hogares de la zona del euro que pagan alquileres reducidos, por ejemplo, las familias que residen en viviendas sociales (que representan en torno a un 10 % del total de hogares, según microdatos de las estadísticas de la UE sobre la renta y las condiciones de vida —EU-SILC—).

Gráfico D

Ratio gasto en alquiler/renta disponible en una selección de países

(porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Solo se dispone de datos para los once países que se presentan en el gráfico. Los gastos en alquiler presentados en el gráfico se basan en alquileres reales.

La accesibilidad es un concepto que, en última instancia, se analiza mejor utilizando datos de hogares individuales.

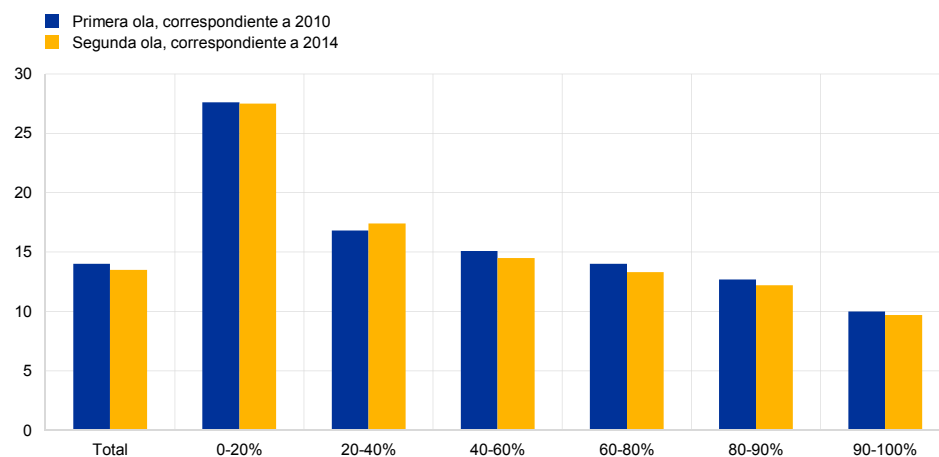
Los datos agregados como los presentados anteriormente únicamente pueden proporcionar información sobre las tendencias medias probables, mientras que una valoración más en profundidad debe basarse en microdatos. Por ejemplo, aunque la carga financiera por intereses agregada en la zona del euro del gráfico C ha descendido hasta el 0,9 %, los microdatos procedentes de la encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares de 2016¹⁸ relativos a los hogares que están endeudados apuntan a una carga financiera mucho más elevada. La mitad de los hogares endeudados registraban una ratio superior al 14 % (véase el «Total» en el gráfico E). Sin embargo, la mediana se situaba por encima del 27 % en el caso de los hogares en el quintil inferior de la distribución de la renta y en torno al 10 % en el del grupo situado en el decil más alto, y se redujo ligeramente en la mayoría de los deciles de renta en comparación con la ola anterior de la encuesta.

¹⁸ Los resultados de la segunda ola de la encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares se publicaron en 2016 y se refieren a 2014.

Gráfico E

Ratio carga financiera/renta de los hogares con obligaciones de pago de deudas; desglose por percentil de renta

(eje de ordenadas: mediana en porcentaje; eje de abscisas: percentil de renta)



Fuentes: Encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares del Eurozona (HFCS, en sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.

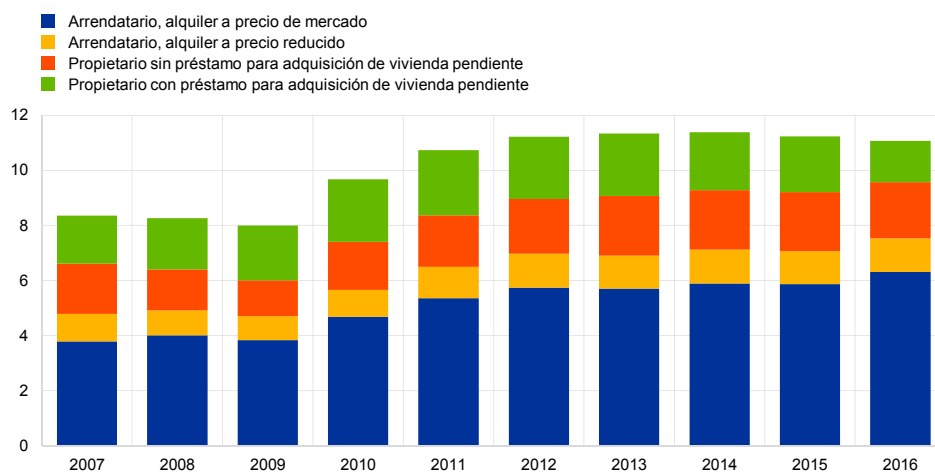
Notas: La carga financiera es el conjunto de pagos, incluidos principal e intereses, que debe realizar un deudor durante el período de vida de la deuda. La renta disponible de los hogares incluye las rentas procedentes de su actividad (una vez deducidas las cotizaciones sociales), las rentas de sus activos, las transferencias de otros hogares y las prestaciones sociales, netas de los impuestos directos.

Los microdatos de las estadísticas de la UE sobre la renta y las condiciones de vida apuntan a variaciones mínimas en el número de hogares que se considera que soportan una «carga excesiva» por los costes de la vivienda. En las estadísticas disponibles, se considera que los hogares tienen «una carga excesiva» si sus costes de alquiler («netos» de ayudas a la vivienda), pagos por intereses hipotecarios y gastos corrientes de la vivienda ascienden a más del 40 % de su renta disponible. El porcentaje de hogares incluidos en esta categoría se ha mantenido en torno al 11 % (véase gráfico F). Este porcentaje, la «tasa de carga excesiva» (*overburden rate*), es algo mayor para los arrendatarios que para los propietarios y está aumentando ligeramente para los primeros (sobre todo cuando alquilan a precios de mercado), lo que probablemente esté relacionado con un leve incremento de la proporción de arrendatarios en los segmentos de la población con las rentas más bajas.

Gráfico F

Tasa de carga excesiva derivada de los costes de la vivienda por régimen de tenencia

(porcentaje de hogares)



Fuente: Eurostat, estadísticas de la UE sobre la renta y las condiciones de vida (EU-SILC).

En conclusión, los datos agregados indican que la reciente aceleración de los precios de la vivienda en la zona del euro actualmente implica un ligero deterioro de la accesibilidad a la vivienda para los compradores, al contrario que en el caso de los propietarios, cuya carga financiera ha disminuido. Para los arrendatarios, los precios de los alquileres se han mantenido en niveles relativamente moderados y, hasta ahora, su accesibilidad a la vivienda no ha variado de manera significativa. Los microdatos más recientes no señalan aumentos del porcentaje de hogares con una «carga excesiva» por los costes de la vivienda, ofreciendo otra perspectiva de que, por ahora, la accesibilidad ha resultado poco afectada.

Artículo

1 Oferta de trabajo y crecimiento del empleo

En este artículo se examinan los principales factores que explican los cambios observados recientemente en la oferta de trabajo en la zona del euro y cómo han influido en la evolución del empleo. Se llega a la conclusión de que la creciente oferta de trabajadores de más edad y de mujeres, así como la inmigración, han influido significativamente en el crecimiento del empleo durante la recuperación económica. Tanto la migración como la cantidad de trabajadores de más edad y de mujeres en activo o buscando empleo se han visto impulsados por las tendencias de largo plazo y los cambios estructurales, al tiempo que la migración también se ha visto afectada por varios factores cíclicos. A medio y largo plazo, se espera que la oferta de trabajo disminuya con el envejecimiento de la población, lo que hace necesarias políticas que respalden el crecimiento de la población activa y del empleo, por ejemplo, ayudando a los parados de larga duración, a los migrantes y a otros grupos cuyas tasas de actividad siguen siendo bajas a acceder o a volver al mercado laboral, o a encontrar trabajos que encajen mejor con su nivel de cualificación.

1 Introducción

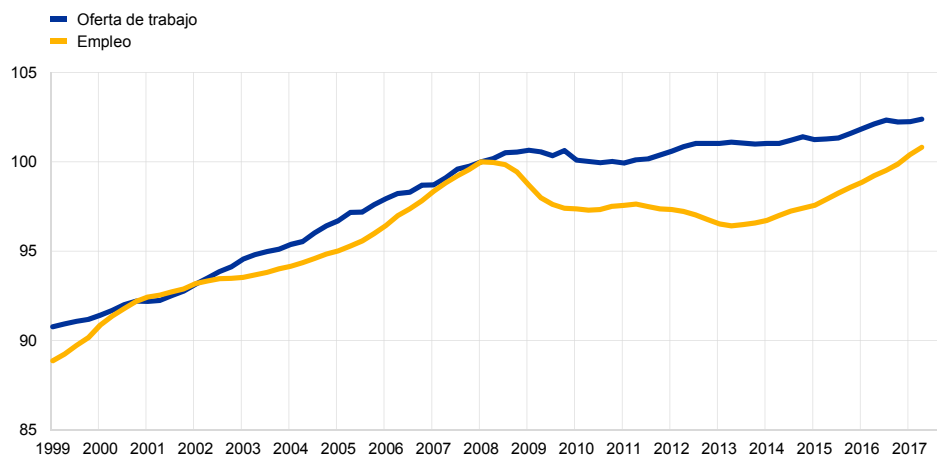
La oferta de trabajo en la zona del euro ha ido aumentando y su composición ha cambiado. Aunque el crecimiento de la oferta de trabajo en la zona del euro se ralentizó tras el comienzo de la crisis financiera, la población activa ha aumentado un 2 % con respecto a antes de la crisis (véase gráfico 1). Tres factores principales han contribuido al incremento de la oferta laboral en la zona del euro en las últimas décadas: un número creciente de trabajadores de más edad y de mujeres en activo o buscando empleo, y la inmigración¹⁹. En estos cambios han influido varios factores estructurales, por ejemplo, el aumento de la edad de jubilación, el mayor nivel educativo de la población y la apertura de los mercados laborales a los migrantes, unido a una fuerte demanda de trabajo en algunos países de la zona del euro.

¹⁹ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la oferta de trabajo en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2017.

Gráfico 1

Evolución de la oferta de trabajo y del empleo en la zona del euro

(Índice: I TR 2008 = 100)



Fuentes: Eurostat (cuentas nacionales y *European Union Labour Force Survey*).

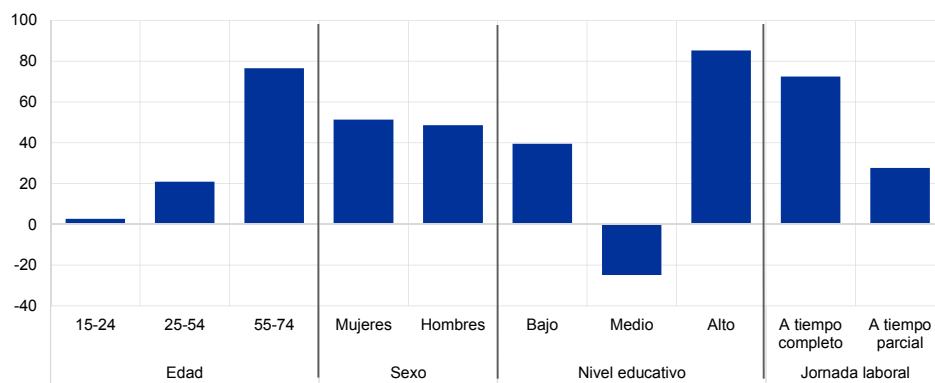
Los cambios también se reflejan en la composición del crecimiento del empleo observado recientemente en la zona del euro. Durante la recuperación, que ha generado un aumento significativo del empleo, tres cuartas partes del avance registrado en la zona del euro han correspondido a trabajadores de más edad. En cuanto a la composición por sexos, las mujeres representan más de la mitad del crecimiento del empleo, y la inmigración también ha supuesto una proporción considerable del crecimiento en algunos países. Estas variaciones en la composición del empleo coinciden con un notable recurso a los contratos a tiempo parcial²⁰ y con un aumento del empleo de personas altamente cualificadas (véase gráfico 2).

²⁰ Los términos «empleo a tiempo parcial» y «empleo a tiempo completo» se basan en los conceptos empleados en la encuesta de población activa de la UE (*European Union Labour Force Survey*). La distinción entre trabajo a tiempo completo y trabajo a tiempo parcial suele basarse en una respuesta espontánea de los encuestados, salvo en el caso de los Países Bajos, donde se aplica un umbral de 35 horas. Para información más detallada, véase la [página de metodología](#) de la encuesta.

Gráfico 2

Composición del incremento acumulado del empleo en la zona del euro durante el período de recuperación económica

(porcentajes del crecimiento total del empleo entre el segundo trimestre de 2013 y el segundo trimestre de 2017)



Fuente: Eurostat (*European Union Labour Force Survey*).

En este artículo se analiza la medida en que la evolución del empleo viene determinada por la oferta de trabajo. Comprender mejor los vínculos existentes entre la oferta laboral y el empleo es importante para valorar el crecimiento del empleo durante el período de recuperación, al tiempo que también puede ayudar a proyectar la evolución futura del empleo. El resto del artículo se estructura como sigue. La sección 2 se centra en las razones que explican el aumento de la proporción de trabajadores de más edad en la población ocupada y en las características de este colectivo. En la sección 3 se describen las diferencias entre las tasas de empleo masculino y femenino y sus factores determinantes. En un recuadro se exploran los canales a través de los que los cambios en la composición del empleo afectan a la evolución de los salarios. En la sección 4 se consideran los factores que determinan el trabajo a tiempo parcial, lo que está relacionado con el envejecimiento de la población y con cuestiones de género. A continuación se examinan las tendencias recientes de migración en la zona del euro y se presentan las conclusiones.

6 Conclusiones

La oferta de trabajo en la zona del euro ha cambiado considerablemente en las últimas décadas en términos tanto de cantidad como de composición. Estos cambios han sido complejos y han afectado a la composición de la población activa en cuanto a edad, sexo y nivel de cualificación.

Esta evolución también ha tenido un impacto en el empleo y en el desempleo durante el período de recuperación. La continuación de las tendencias de largo plazo en la participación de los trabajadores de más edad y de las mujeres en el mercado laboral, así como las recientes oleadas de inmigrantes en términos netos, han contribuido a satisfacer la creciente demanda de trabajo. El incremento del empleo en estos grupos también explica, al menos en parte, la evolución observada

recientemente en el empleo a tiempo parcial y en el temporal. De igual modo, los efectos de composición del empleo han tenido un impacto en la dinámica salarial.

A medio plazo se espera una reversión del incremento reciente de la oferta de empleo como consecuencia del envejecimiento de la población. Por lo tanto, será necesario adoptar medidas de política para impulsar la oferta de trabajo y el empleo en todos los grupos de edad, fomentar el crecimiento de la productividad pese al envejecimiento de la población activa y seguir potenciando formas flexibles de empleo que proporcionen acceso a los mercados laborales a grupos con tasas de actividad todavía bajas.

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

© Banco Central Europeo, 2018

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 24 de enero de 2018.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-18-001-ES-N (edición electrónica)