

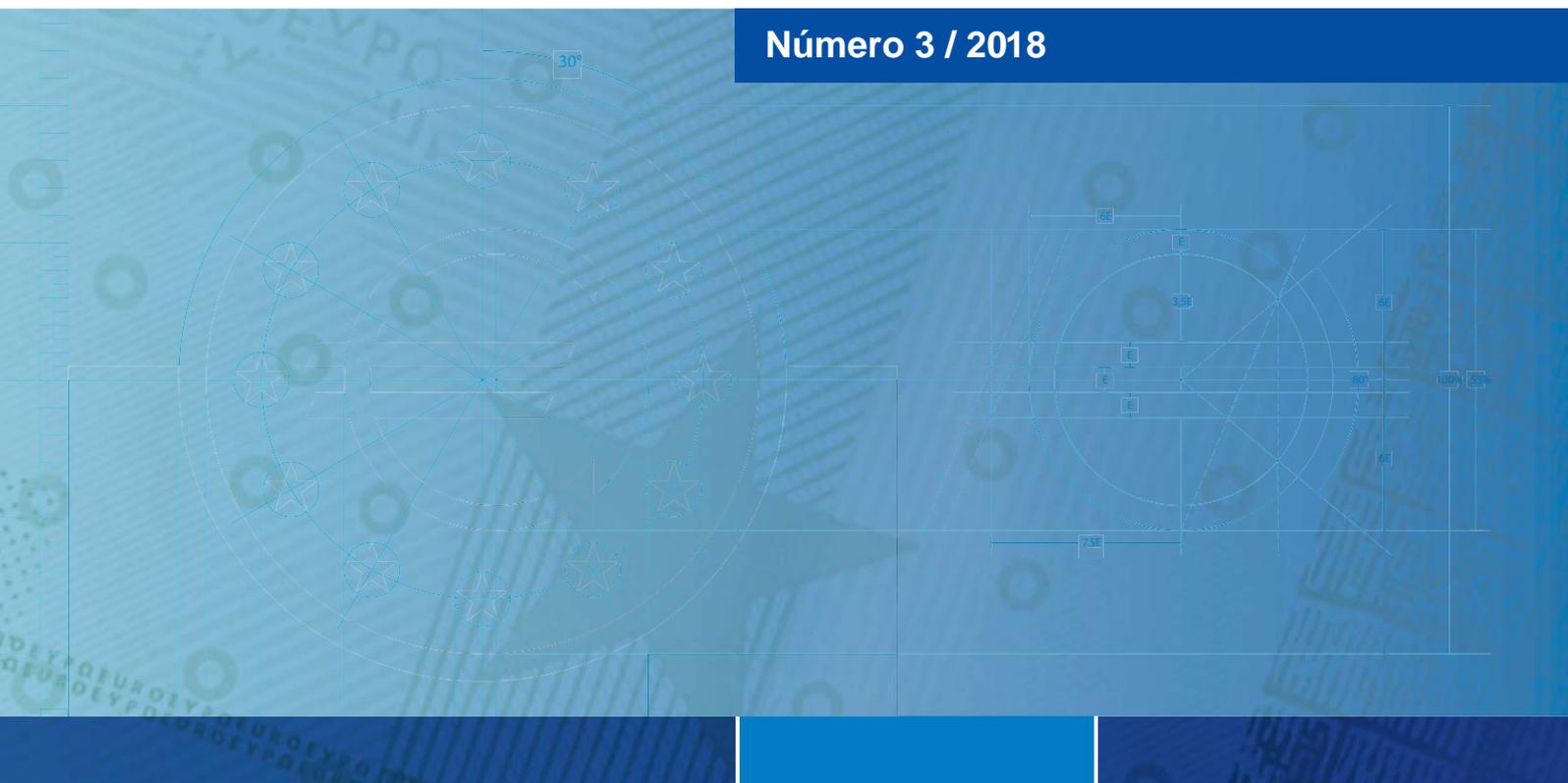


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 3 / 2018



Índice

Índice	1
Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	10
3 Actividad económica	13
4 Precios y costes	17
5 Dinero y crédito	20
Recuadros	25
1 Consecuencias del aumento de las tensiones comerciales para la economía mundial	25
2 Los factores determinantes de la reciente mejora de la posición de inversión internacional de la zona del euro	30
3 Medidas del grado de holgura de la zona del euro	35
Artículos	40
1 Convergencia real en Europa Central, Oriental y Sudoriental	40
2 El impacto del programa de compras de bonos corporativos en los mercados de renta fija privada y en la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro	44
3 La compartición de riesgos en la zona del euro	47

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

Tras varios trimestres de crecimiento mayor de lo esperado, los datos disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno de principios de marzo sugieren cierta moderación, aunque siguen siendo compatibles con una expansión sólida y generalizada de la economía de la zona del euro¹. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona se mantienen, en general, equilibrados, pero los riesgos relacionados con factores globales, como la amenaza de un aumento del proteccionismo, son ahora más relevantes. En conjunto, la fortaleza subyacente de la economía continúa respaldando la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación convergerá hacia su objetivo, es decir, un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo. Al mismo tiempo, los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo moderados y no muestran aún signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. En este contexto, el Consejo de Gobierno continuará vigilando la evolución del tipo de cambio y de otras condiciones financieras en relación con sus posibles implicaciones para las perspectivas de inflación. En conjunto, todavía se necesita un amplio grado de estímulo monetario para que las presiones sobre la inflación subyacente sigan creciendo y apuntalen la evolución de la inflación general a medio plazo.

A escala global, los indicadores de opinión siguen siendo acordes, en general, con una expansión económica sostenida. Sin embargo, los anuncios de aranceles realizados en las últimas semanas representan un riesgo para el dinamismo internacional. Los indicadores de comercio mundial son heterogéneos, pero, en conjunto, apuntan a una ligera desaceleración a principios del año. Además, los riesgos geopolíticos han provocado un repunte de los precios del petróleo.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han disminuido y los diferenciales soberanos se han reducido, reflejando estos últimos una mejora de los fundamentos macroeconómicos de cada país como consecuencia de la actual expansión económica. Asimismo, los precios de las acciones de la zona del euro se han incrementado pese a algunos episodios de aumento de la volatilidad. En los mercados de divisas, el euro se ha mantenido prácticamente sin variación en términos efectivos nominales.

El análisis basado en los datos económicos y en los resultados de las encuestas más recientes indica una ligera moderación del ritmo de crecimiento desde principios del año. En parte, esta moderación puede obedecer a un retroceso de la elevada tasa de avance observada al final del año pasado, así como a posibles factores temporales. No obstante, en general, se espera que el crecimiento siga

¹ Según la información disponible en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 26 de abril de 2018.

siendo sólido y generalizado. El consumo privado se sustenta en la mejora continua del empleo (que, a su vez, se debe en cierta medida a las reformas acometidas anteriormente en los mercados de trabajo) y en el aumento de la riqueza de los hogares. La inversión empresarial continúa creciendo gracias a unas condiciones de financiación muy favorables, al incremento de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. La inversión en vivienda sigue mejorando. Asimismo, la expansión generalizada a nivel mundial está impulsando las exportaciones de la zona del euro.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1,3 % en marzo de 2018, frente al 1,1 % registrado en febrero, debido principalmente a la aceleración del ritmo de variación de los precios de los alimentos. Más adelante, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno al 1,5 % durante el resto del año. Los indicadores de la inflación subyacente se mantienen contenidos, en general, pero se espera que aumenten de forma gradual a medio plazo, respaldados por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica, por la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y por el mayor crecimiento de los salarios.

El análisis monetario muestra que el agregado monetario amplio (M3) siguió avanzando a un ritmo sólido, apenas ligeramente por debajo del estrecho intervalo observado desde mediados de 2015. M3 creció a una tasa interanual del 4,2 % en febrero, reflejando el impacto de las medidas de política monetaria del BCE y el bajo coste de oportunidad de mantener los depósitos más líquidos. En consecuencia, el agregado monetario estrecho (M1), que continuó registrando una robusta tasa de expansión interanual, volvió a ser el factor que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. También prosigue la recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al primer trimestre de 2018 indica que el crecimiento de los préstamos sigue estando respaldado por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamos y por una relajación adicional de las condiciones generales del crédito bancario.

Teniendo en cuenta los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno confirmó la necesidad de un amplio grado de acomodación monetaria para asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Este apoyo monetario continuado procede de las compras netas de activos, del considerable volumen de activos adquiridos y sus actuales y próximas reinversiones, y de las indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés.

Así pues, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que permanezcan 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 está previsto que las compras netas de activos continúen al ritmo actual de 30 mm de euros mensuales hasta el final de septiembre de 2018 o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo

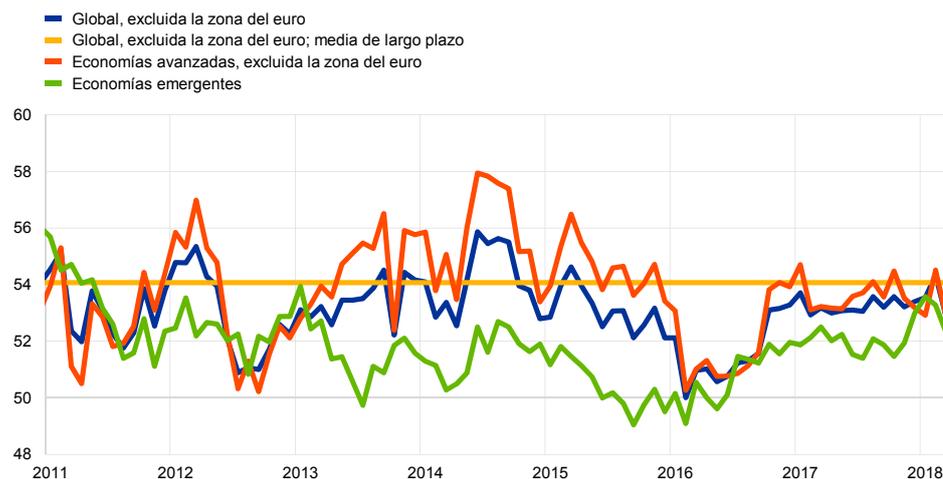
caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. Por último, el Consejo de Gobierno reiteró que el Eurosistema seguirá reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos según vayan venciendo durante un período prolongado una vez finalizadas las compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario.

A escala global, los indicadores de opinión siguen siendo acordes con una expansión sostenida de la actividad en el primer trimestre de 2018. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, retrocedió en marzo (véase gráfico 1), tras descender en los sectores de manufacturas y de servicios. En términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2018 el PMI se mantuvo ligeramente por encima del nivel registrado en el segundo semestre de 2017, lo que indica que el entorno exterior continuó siendo propicio para la zona del euro. El PMI prácticamente no varió en Estados Unidos durante el primer trimestre, mientras que disminuyó en el Reino Unido y, en menor medida, en Japón, como consecuencia de los valores más bajos registrados en marzo. En las economías emergentes, el PMI trimestral repuntó en Brasil y en China, pero se redujo en India y en Rusia.

Gráfico 1

Índice PMI compuesto global de producción

(índice de difusión)



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2018. La «media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y marzo de 2018.

Los incrementos de aranceles anunciados recientemente por Estados Unidos representan un riesgo para el dinamismo global.

A finales de marzo, el presidente Trump firmó una orden para imponer aranceles al acero y al aluminio, con el fin de proteger a la industria nacional de la competencia exterior. Asimismo, la Administración de este país anunció aumentos de los aranceles aplicados a productos chinos por valor de 50 mm de dólares estadounidenses. China ha respondido con la promesa de subir los aranceles a las importaciones de Estados Unidos por un importe similar. Si se consideran de forma aislada, se espera que las medidas anunciadas hasta ahora solo tengan un efecto macroeconómico muy limitado, pero es obvio que los riesgos asociados a un auge del proteccionismo han aumentado. Las expectativas de una escalada de las disputas afectarían a las decisiones de inversión, lo que, a su vez, posiblemente incidiría de forma más

acusada en la actividad mundial. En el recuadro 1 se analizan con detalle las consecuencias del aumento de las tensiones comerciales para la economía mundial.

Las condiciones financieras globales continúan respaldando las perspectivas mundiales, favorecidas por unas políticas monetarias todavía acomodaticias.

Pese a la volatilidad observada recientemente, los mercados internacionales de renta variable mantienen su dinamismo. La curva de futuros sobre fondos federales se desplazó al alza después de la subida de tipos de interés acordada en la reunión de marzo del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Los mercados siguen anticipando un endurecimiento gradual, descontando tres nuevos incrementos de los tipos en 2018. Las expectativas de los mercados también sugieren un aumento de los tipos de interés en el Reino Unido en los próximos meses, tras la dureza del tono del informe de inflación de febrero del Banco de Inglaterra. En cambio, el Banco de Japón ha continuado aplicando una orientación muy acomodaticia y ha mantenido los rendimientos a diez años próximos a cero en línea con su programa para controlar la pendiente de la curva de rendimientos. Las condiciones financieras de las economías emergentes también siguen siendo acomodaticias, ya que durante el año pasado se beneficiaron de una mejora sostenida de las entradas de capital. Los diferenciales de los valores de renta fija aumentaron después de que la Administración estadounidense anunciase la imposición de aranceles, pero permanecen en niveles históricamente reducidos. Al mismo tiempo, las condiciones continúan mejorando en los grandes países exportadores de materias primas, y tanto Brasil como Rusia volvieron a reducir sus tipos de interés oficiales en marzo, dado que las presiones inflacionistas se mantienen contenidas. China, sin embargo, sigue endureciendo las condiciones financieras internas para abordar los riesgos del sistema financiero y en marzo subió nuevamente los tipos de interés de las operaciones de mercado abierto.

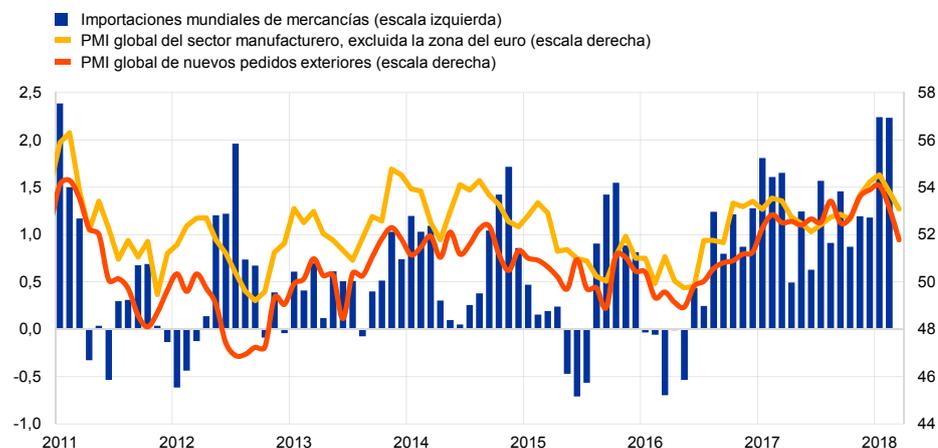
Los indicadores de comercio mundial han sido heterogéneos, pero, en conjunto, apuntan a una ligera desaceleración a principios del año.

Si bien las importaciones de mercancías en términos reales aumentaron un 2,2 % en febrero de 2018 (en tasa intertrimestral) —sin cambios con respecto al mes anterior— como consecuencia de los acusados aumentos observados en los países asiáticos, indicadores de comercio como el PMI de nuevos pedidos exteriores cayeron durante el primer trimestre (véase gráfico 2). Un indicador más amplio, basado en un componente principal de los indicadores adelantados de comercio mundial, también señala cierta moderación en el primer trimestre de 2018, en comparación con el trimestre precedente.

Gráfico 2

Comercio mundial y encuestas

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



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2018 para las importaciones mundiales de mercancías y a marzo de 2018 para los PMI.

La inflación mundial se mantuvo estable en febrero. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual de los precios de consumo se situó en el 2,2 % en febrero, básicamente en consonancia con la media registrada en el segundo semestre de 2017. Si se excluyen los precios de la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE aumentó marginalmente hasta situarse en el 1,9 %. De cara al futuro, se prevé un incremento de la inflación a corto plazo tras el reciente repunte de los precios del petróleo. Posteriormente, también se espera que la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global sostenga la inflación subyacente.

Los precios del petróleo repuntaron a mediados de marzo debido a la intensificación de los riesgos geopolíticos. A mediados de abril, los precios del Brent habían aumentado hasta situarse por encima de 73 dólares estadounidenses, un nivel observado por última vez a finales de noviembre de 2014. Los precios del petróleo se sustentan en el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en torno a la relación entre Estados Unidos e Irán, así como en las expectativas de que los países pertenecientes y no pertenecientes a la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) prorroguen los recortes de la producción, aunque el descenso de la producción registrado en marzo como resultado de esos recortes fue compensado en parte por un repunte de la producción en Estados Unidos. El reajuste del mercado que persiguen los recortes casi se ha completado, dado que las existencias han vuelto prácticamente a su media de los últimos cinco años, el punto de referencia en el que se basan los recortes de producción acordados por la OPEP y otros productores no pertenecientes a esta organización. La demanda de crudo sigue siendo fuerte, en consonancia con el ciclo económico mundial. Los precios de las materias primas no energéticas han descendido alrededor de un 0,8 % en dólares estadounidenses desde principios de marzo. Este descenso ha obedecido, en gran medida, a la caída del precio del mineral de hierro, como consecuencia de la moderación de las importaciones de metales de China, y, en

menor grado, a la disminución de los precios de los alimentos derivada de la abundante oferta. El aluminio, sin embargo, alcanzó su precio más alto en siete años a raíz de la preocupación por las medidas proteccionistas aplicadas en Estados Unidos y la parada de la producción en Brasil debido a un accidente medioambiental.

Las perspectivas para la actividad económica en Estados Unidos siguen siendo sólidas. El PIB real avanzó a una tasa anualizada del 2,9 % en el cuarto trimestre de 2017. Pese a que la actividad experimentó una ligera desaceleración con respecto al trimestre anterior, el gasto en consumo y la inversión empresarial aumentaron con fuerza, aunque este incremento se vio parcialmente contrarrestado por la contribución negativa de las existencias y de la demanda exterior neta. En el futuro, la importante expansión fiscal, la solidez de las condiciones del mercado de trabajo y la vigorosa demanda externa deberían continuar respaldando las perspectivas. En particular, en el primer trimestre del año siguieron registrándose tensiones en el mercado laboral, con una tasa de desempleo que se mantuvo sin cambios en el 4,1 % en marzo, una tasa de actividad que aumentó hasta situarse en el 63 % y un crecimiento interanual del salario medio por hora que se situó en el 2,7 %. En marzo, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se incrementó hasta el 2,4 %, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, avanzó hasta situarse en el 2,1 %. Los efectos de comparación derivados de una reducción considerable de los precios de los servicios de telefonía móvil el año pasado impulsaron notablemente al alza las cifras anuales.

El crecimiento económico se moderó en Japón en un entorno de reducidas presiones salariales e inflacionistas. El PIB real creció un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2017, respaldado principalmente por la demanda interna. Sin embargo, la contracción de la producción industrial y la desaceleración de la demanda exterior neta, junto con factores transitorios tales como unas condiciones meteorológicas desfavorables, apuntan a una ralentización del ritmo de la actividad económica en el primer trimestre de 2018. En el mercado de trabajo persisten las tensiones, a pesar de que recientemente se ha observado cierta disminución en los indicadores. No obstante, los salarios nominales totales continuaron aumentando con moderación. La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 1,1 % en febrero. Al mismo tiempo, el avance interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos y la energía, el indicador de la inflación subyacente más utilizado por el Banco de Japón, se mantuvo estable en el 0,5 %.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB se ralentizó ligeramente durante 2017, debido en gran medida a la debilidad del consumo privado, ya que la inflación aumentó con fuerza. En el último trimestre de 2017, el PIB real se incrementó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, y se desaceleró con respecto al trimestre anterior. El consumo se vio especialmente afectado, ya que el gasto de los hogares fue limitado en un entorno de subidas de los precios y de bajo crecimiento de los salarios. Indicadores recientes sugieren que es probable que, durante los próximos trimestres, el PIB se mantenga en tasas de crecimiento más moderadas que las observadas antes del referéndum sobre la pertenencia a la Unión Europea (UE). Esta evolución está en consonancia con un entorno de mayor incertidumbre,

en particular en lo que respecta al resultado de las negociaciones con la UE sobre la salida del país en marzo de 2019. Al mismo tiempo, la inflación creció con fuerza en 2017 y en el último trimestre alcanzó un máximo del 3 %, principalmente como resultado de la transmisión de la fuerte depreciación de la libra esterlina a los precios tras el referéndum. Las últimas señales indican que la inflación ha registrado un máximo y que la inflación interanual medida por el IPC cayó hasta situarse en el 2,7 % en el primer trimestre de 2018, después de descender de forma acusada en marzo.

El crecimiento de la economía china sigue siendo vigoroso. En el primer trimestre de 2018, el PIB real aumentó un 6,8 %, en tasa interanual, sin variación con respecto al trimestre precedente. El crecimiento estuvo impulsado por el consumo y la inversión, mientras que la contribución de la demanda exterior neta pasó a ser negativa. Con todo, en general, el dinamismo fue menor en el primer trimestre de 2018 que en el último trimestre de 2017, en consonancia con el patrón de débiles resultados observado en China en el primer trimestre de los últimos años. La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta situarse en el 2,1 % en marzo, desde el 2,9 % de febrero, ya que los precios de los alimentos y de los bienes no alimenticios disminuyeron tras las celebraciones del Año Nuevo chino. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, también se desaceleró hasta situarse en el 2 % en marzo, frente al 2,5 % del mes anterior. Al mismo tiempo, la inflación interanual de los precios de producción cayó hasta el 3,1 % en marzo, dado que las subidas de los precios de las materias primas y de la energía siguieron ralentizándose.

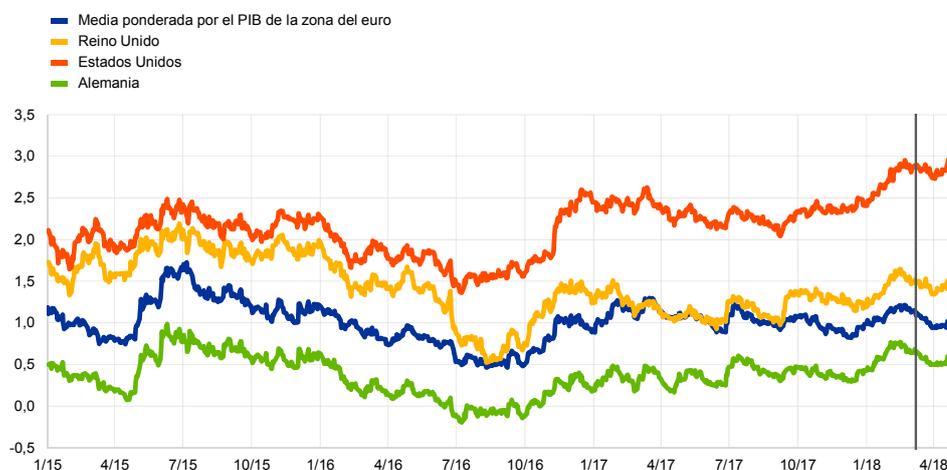
2 Evolución financiera

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han disminuido desde principios de marzo (véase gráfico 3). En el período de referencia (del 8 de marzo al 25 de abril de 2018), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 6 puntos básicos, hasta situarse en el 1,03 %. Pese a haber registrado un descenso transitorio, el rendimiento de los bonos alemanes a diez años actualmente se mantiene sin cambios en el 0,63 %. Las caídas que inicialmente experimentaron los tipos soberanos de la zona del euro reflejaron una moderación de los datos macroeconómicos de la zona con respecto a unas expectativas relativamente elevadas, y también algunos efectos de contagio globales derivados de la intensificación de las disputas comerciales y de las tensiones geopolíticas. En cambio, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de Portugal, Italia y España continuaron su trayectoria descendente frente al tipo de interés de los bonos alemanes a diez años, en un entorno de mejora de los fundamentos macroeconómicos de estos países como consecuencia de la actual expansión económica. En el Reino Unido y en Estados Unidos, los diferenciales de la deuda soberana se incrementaron y se situaron en el 1,54 % y el 3,03 %, respectivamente.

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de marzo de 2018). La última observación corresponde al 25 de abril de 2018.

Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras aumentaron ligeramente durante el período considerado. Desde principios de marzo, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras con respecto al tipo libre de riesgo experimentó un leve incremento, de 10 puntos básicos, hasta situarse en 44 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda con calificación de grado de inversión del sector financiero también aumentaron alrededor de 10 puntos básicos. Es improbable que el incremento de los diferenciales refleje un aumento significativo del riesgo de crédito, cuyos reducidos niveles siguen siendo acordes con el

fortalecimiento de la expansión económica. Además, los diferenciales de los valores de renta fija privada se mantienen considerablemente por debajo (60-80 puntos básicos) de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés).

Los índices amplios de los precios de las acciones de la zona del euro se anotaron ligeras subidas durante el período analizado pese a un leve incremento de la volatilidad. Las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron en torno al 1 %. En conjunto, las expectativas de sólido crecimiento de los beneficios empresariales continúan sosteniendo las cotizaciones de la zona del euro, reflejando la mejora generalizada del entorno macroeconómico de la zona. Los precios de las acciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de Estados Unidos se redujeron un 3,5 % y un 3,7 %, respectivamente, durante el período de referencia. Las cotizaciones de las dos áreas económicas fluctuaron en respuesta a los anuncios sobre la senda futura de la política comercial internacional, que se tradujeron en algunos episodios transitorios de aumento de la volatilidad. Sin embargo, las expectativas de los mercados sobre la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en el futuro apenas han variado en las dos jurisdicciones y siguen registrando una tasas anualizadas (14,7 % y 17,8 %, respectivamente) relativamente reducidas desde una perspectiva histórica.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en -36,5 puntos básicos durante el período considerado. El exceso de liquidez se redujo alrededor de 22 mm de euros, hasta unos 1.864 mm de euros, debido a que el efecto de absorción de liquidez causado por el incremento de los factores autónomos netos contrarrestó con creces la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema.

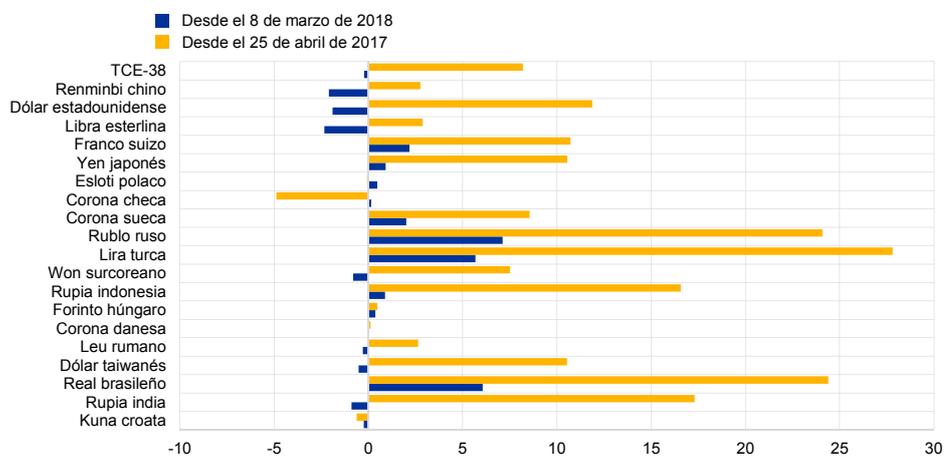
La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja durante el período analizado, especialmente en horizontes de medio plazo. El sentimiento de los mercados con respecto al rumbo de la política monetaria en lo que resta de 2018 no varió. Más allá de ese horizonte, los participantes en los mercados revisaron a la baja sus expectativas relativas a los tipos de interés. La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a diciembre de 2019.

En los mercados de divisas, el euro se mantuvo prácticamente sin cambios en cifras ponderadas por el comercio (véase gráfico 4). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un -0,2 %. En términos bilaterales, la moneda única se depreció frente al dólar estadounidense (un 1,9 %), al renminbi chino (un 2,1 %) y a la libra esterlina (un 2,3 %). Esta evolución se vio parcialmente compensada por un fortalecimiento del euro frente a otras monedas importantes, como el yen japonés (un 0,9 %) y el franco suizo (un 2,2 %), así como en relación con las monedas de algunas economías emergentes, entre las que destacan el rublo ruso (un 7,2 %), el real brasileño (un 6,1 %) y la lira turca (un 5,2 %).

Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

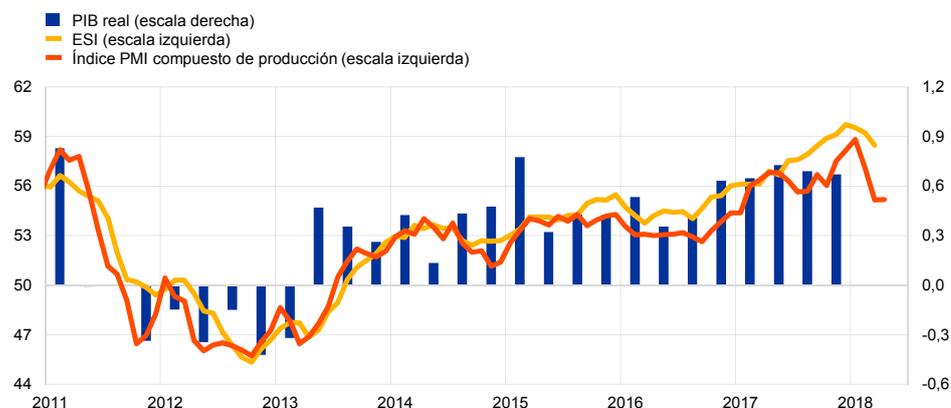
Notas: «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 20 de abril de 2018.

La zona del euro sigue presentando un patrón de crecimiento sólido y generalizado, aunque, en general, los últimos datos disponibles han sido peores de lo previsto en el primer trimestre de este año. En el último trimestre de 2017, el PIB real aumentó un 0,7 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un avance similar en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 5). La demanda interna y la demanda exterior neta contribuyeron positivamente a este resultado, mientras que la variación de existencias tuvo un ligero efecto moderador sobre el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre. Aunque los indicadores económicos, especialmente los resultados de las encuestas, todavía se mantienen en niveles muy elevados, han descendido recientemente, lo que sugiere cierta moderación del ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año. En términos interanuales, el PIB creció un 2,4 % en 2017, la mayor tasa registrada desde 2007. En el recuadro 3 se presenta un análisis más detallado de las consecuencias del vigoroso crecimiento reciente para el grado de holgura de la economía.

Gráfico 5

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

(escala izquierda: índice de difusión; escala derecha: tasa de crecimiento intertrimestral)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El indicador de sentimiento económico (ESI) se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice PMI. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2017 para el PIB real, a marzo de 2018 para el ESI y a abril de 2018 para el índice PMI.

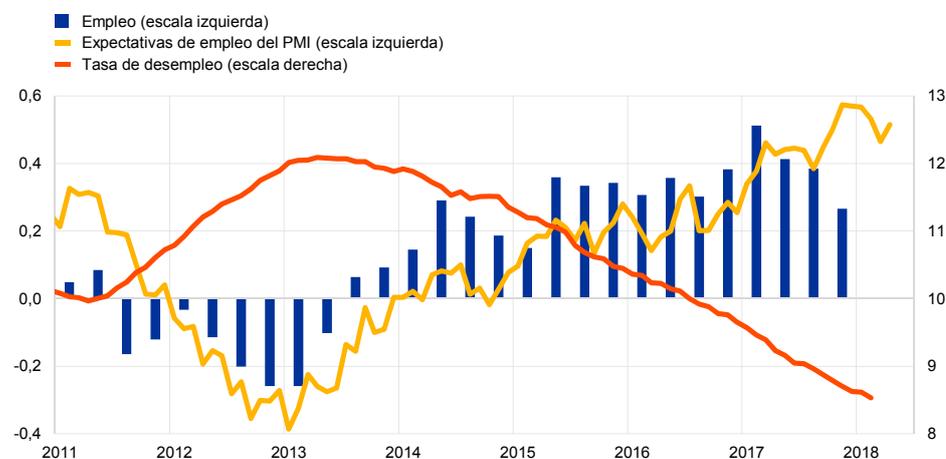
El gasto en consumo ha seguido creciendo, aunque a tasas ligeramente más bajas que en trimestres anteriores. En el último trimestre de 2017, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en términos intertrimestrales, tras registrar una tasa de crecimiento algo más elevada en el tercer trimestre. Esta desaceleración parece reflejar un menor avance del consumo de servicios, mientras que el de bienes se habría incrementado a un ritmo mayor que en el tercer trimestre. En términos interanuales, el consumo creció un 1,5 % en el cuarto trimestre de 2017, lo que representa un claro descenso con respecto al tercer trimestre, en el que experimentó un alza del 1,9 %. Este patrón está en consonancia con el ligero retroceso, del 1,5 % al 1,4 %, del crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares entre ambos trimestres. En consecuencia, la tasa de variación interanual del ahorro se incrementó considerablemente entre el tercer y el cuarto

trimestre, contribuyendo al menor avance del gasto en consumo. Sin embargo, la tasa de ahorro (expresada como la media móvil de cuatro trimestres) se mantuvo inalterada en un mínimo histórico del 11,9 % en el cuarto trimestre del año.

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 cuarto trimestre de 2017, el empleo aumentó de nuevo, un 0,3 % en tasa intertrimestral, lo que se tradujo en un incremento interanual del 1,6 %. En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa un 1,5 % por encima del máximo observado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. La tasa de paro de la zona del euro fue del 8,5 % en febrero de 2018, frente al 8,6 % de enero, e inferior en 3,6 puntos porcentuales al 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 llevan 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 que el empleo continuará creciendo 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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice PMI está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2017 para el empleo, a abril de 2018 para el índice PMI y a febrero de 2018 para la tasa de desempleo.

Se espera que el consumo privado mantenga un ritmo de crecimiento elevado, salvo que se registre volatilidad a corto plazo. Los datos recientes sobre el comercio minorista y las matriculaciones de automóviles apuntan a un crecimiento continuado, aunque relativamente lento, del gasto en consumo en el primer trimestre de este año. Sin embargo, otros indicadores corroboran la continuación de la sólida evolución del consumo. Los indicadores de opinión más recientes señalan 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 robustas en el cuarto

trimestre de 2017, favoreciendo de nuevo al consumo privado. Estos factores pueden explicar, en parte, por qué la confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados próximos al máximo histórico alcanzado en mayo del año 2000.

Tras mostrar debilidad en el tercer trimestre, la inversión empresarial se recuperó en el cuarto trimestre de 2017. La reciente volatilidad del crecimiento de la inversión se debe fundamentalmente a factores técnicos, y sobre todo obedece 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*. El incremento intertrimestral de la inversión, del 1,2 % en el cuarto trimestre, tuvo su origen en la evolución de la inversión, excluida la construcción, y, en menor medida, de la inversión en construcción. A su vez, el avance del 1,5 % de la inversión, excluida la construcción, reflejó fundamentalmente la inversión en maquinaria y en material de transporte. Por lo que se refiere al primer trimestre de 2018, los indicadores a corto plazo apuntan a un debilitamiento del crecimiento. Por ejemplo, en enero y febrero, los datos mensuales sobre la producción de bienes de equipo se situaron, en promedio, un 1,5 % por debajo del nivel medio del cuarto trimestre, en el que registraron un alza del 2,4 % en tasa intertrimestral. Sin embargo, 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. En cuanto a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de este sector hasta febrero apuntan a un crecimiento algo más lento en el primer trimestre de 2018 que en el último trimestre de 2017. Asimismo, los indicadores de confianza del sector de la construcción, así como el número de visados de obra nueva, están en consonancia con un ritmo de crecimiento positivo a principios de año. No obstante, en algunos países se aprecian cada vez más signos de restricciones de capacidad en la construcción derivadas de la escasez de mano de obra.

Se espera que la inversión siga creciendo a un ritmo sólido. La inversión debería continuar viéndose respaldada por las crecientes restricciones de oferta, las favorables expectativas de beneficios, la fortaleza de la demanda interna y externa, y unas condiciones de financiación acomodaticias. Según las cuentas sectoriales de la zona del euro correspondientes al cuarto trimestre de 2017, los márgenes empresariales (medidos como la ratio entre el excedente neto de explotación y el valor añadido) se mantuvieron próximos al nivel más alto registrado desde principios de 2009. Además, las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro continúan siendo elevadas. Al mismo tiempo, es posible que la incertidumbre en torno a la aplicación de subidas de aranceles ya esté afectando negativamente a las decisiones de inversión. Por lo que respecta a la inversión en construcción, los indicadores más recientes señalan que, si bien el impulso de la inversión en construcción y vivienda puede estar desacelerándose, todavía es positivo. El incremento de la renta disponible de los hogares y unas condiciones de concesión del crédito muy favorables continúan sosteniendo la demanda en este sector.

Las exportaciones de la zona del euro siguieron creciendo en el último trimestre de 2017.

Las exportaciones reales totales de la zona del euro confirmaron la dinámica positiva de la segunda mitad de 2017, con un crecimiento del 1,9 % en tasa intertrimestral. Las exportaciones de bienes, especialmente las destinadas a países no pertenecientes a la Unión Europea, contribuyeron de forma muy significativa a este incremento. Sin embargo, para el primer trimestre de 2018, los datos mensuales sugieren cierta ralentización del anterior avance de las exportaciones, ya que las exportaciones totales de bienes en términos nominales registraron una caída intermensual del 0,7 % en enero y del 2 % en febrero, aunque continúan creciendo con fuerza en tasa interanual. Los indicadores de opinión sobre los nuevos pedidos del sector manufacturero mundial y de la zona del euro también confirman una evolución más moderada de las exportaciones para el próximo trimestre.

Los últimos indicadores económicos sugieren cierta moderación del ritmo de crecimiento desde principios de año.

La producción industrial (excluida la construcción) descendió en enero y febrero. Como resultado, en esos meses la producción se situó, en promedio, un 0,5 % por debajo del nivel registrado en el cuarto trimestre de 2017, cuando aumentó un 1,4 % en tasa intertrimestral. Indicadores de opinión más recientes señalan cierta desaceleración del crecimiento a corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 57 en el primer trimestre de 2018, frente a un valor de 57,2 en el cuarto trimestre, y se mantuvo sin cambios, en 55,2, entre marzo y abril de 2018. Al mismo tiempo, el indicador ESI de la Comisión Europea pasó de 114,3 en el cuarto trimestre a 113,9 en el primer trimestre (véase gráfico 5). Tanto el ESI como el PMI permanecen muy por encima de sus respectivas medias de largo plazo.

Esta moderación puede obedecer, en parte, a un retroceso de la elevada tasa de avance observada al final del año pasado, así como a posibles factores temporales.

No obstante, en general, se espera que el crecimiento siga siendo sólido y generalizado. Las medidas de política monetaria del BCE, que han favorecido el proceso de desapalancamiento, deberían seguir respaldando la demanda interna. El consumo privado se sustenta en la mejora continua del empleo (que, a su vez, se debe en parte a las reformas acometidas anteriormente en los mercados de trabajo) y en el aumento de la riqueza de los hogares. La inversión empresarial continúa creciendo gracias a unas condiciones de financiación muy favorables, al incremento de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. La inversión en vivienda sigue mejorando. Asimismo, la expansión generalizada a nivel mundial 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 abril, 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 enero. Al mismo tiempo, la cifra para 2020 se ha revisado ligeramente a la baja.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se mantienen, en general, equilibrados.

No obstante, los riesgos relacionados con factores globales, como la amenaza de un aumento del proteccionismo, son ahora más relevantes.

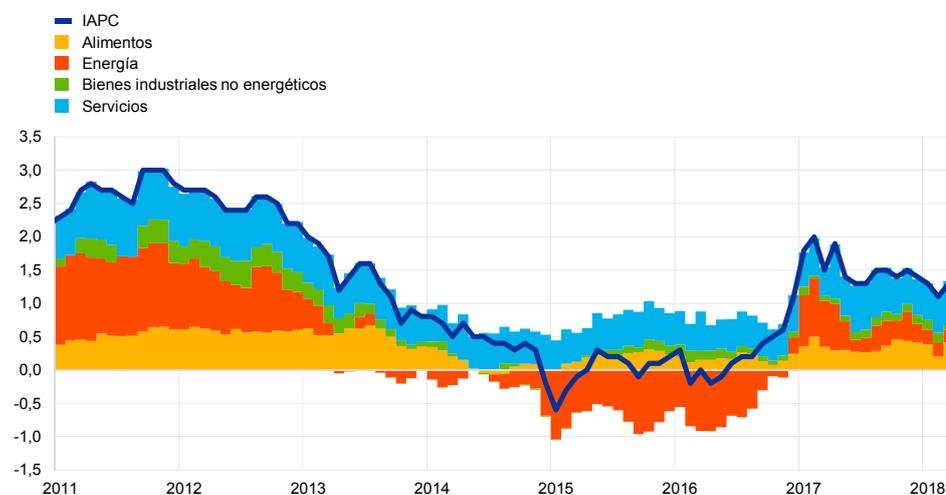
4 Precios y costes

La inflación medida por el IAPC general se situó en el 1,3 % en marzo de 2018, frente al 1,1 % registrado en febrero (véase gráfico 7). Este incremento reflejó, principalmente, la aceleración del ritmo de avance de los precios de los alimentos. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1 % en marzo, sin variación con respecto a febrero.

Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2018.

Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido contenidos, en general, debido, en parte, a factores especiales. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1 % durante tres meses consecutivos hasta marzo, tras una ligera moderación registrada anteriormente que reflejó, en cierta medida, el impacto del acusado descenso de las tasas de variación de los precios de varios servicios. En los últimos meses, las tasas de variación de los precios de los subcomponentes volátiles —concretamente artículos de vestir y calzado, y servicios relacionados con turismo y viajes— se han compensado entre sí de modo que la tasa de inflación permanece prácticamente estable si estos subcomponentes se excluyen de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. En conjunto, los indicadores de la inflación subyacente aún no han mostrado signos convincentes de una tendencia al alza sostenida.

Las presiones inflacionistas sobre la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos han vuelto a disminuir en la primera fase del proceso de formación de precios y, en general, se mantienen contenidas.

El impacto de la apreciación del tipo de cambio del euro es evidente en el descenso de las tasas de inflación de los bienes industriales no energéticos finales importados —que representan aproximadamente el 12 % del consumo de bienes industriales no energéticos finales— así como en la disminución de las tasas de variación de los

precios de los bienes intermedios. Sin embargo, en fases posteriores del proceso de formación de precios, la inflación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio aumentó hasta alcanzar el mayor nivel observado desde febrero de 2013, y en febrero de 2018 se situó en el 0,5 %, desde el 0,4 % registrado el mes anterior. Asimismo, por lo que respecta a los precios de consumo, el ritmo de avance del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC aumentó gradualmente desde el 0,4 % de noviembre hasta el 0,6 % en enero y febrero, antes de caer hasta el 0,2 % en marzo. Este patrón reflejó la fuerte volatilidad registrada en las tasas de inflación interanual del subcomponente de artículos de vestir y calzado, atribuible en parte a la variación del perfil estacional de las rebajas en los últimos años.

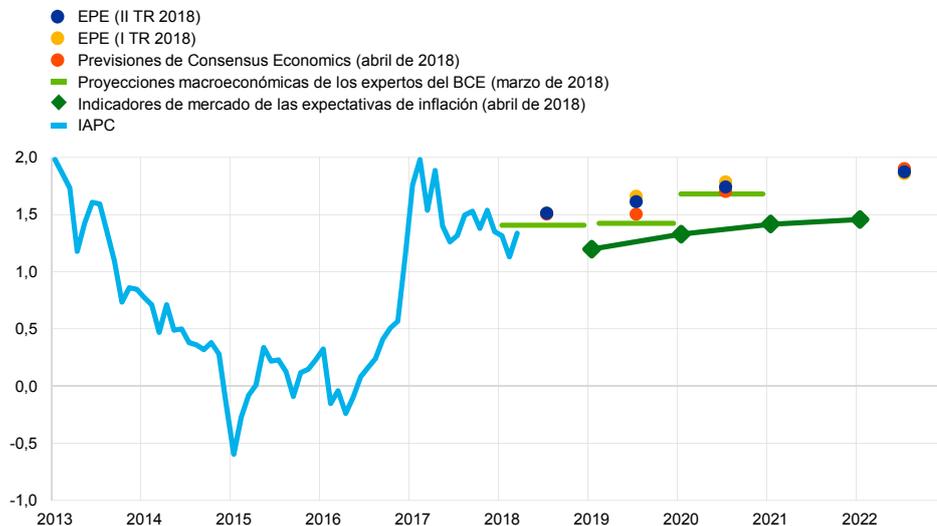
Datos recientes sobre el crecimiento de los salarios señalan que estos continúan aumentando desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2016. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del 1,8 % en el cuarto trimestre de 2017, frente al 1,6 % del trimestre precedente, aunque aún se mantiene por debajo de su media de largo plazo del 2,1 %. Más recientemente, el crecimiento interanual de los salarios negociados también volvió a incrementarse hasta situarse en el 1,7 % en enero de 2018, frente al 1,6 % de diciembre. 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 las bajas tasas de inflación registradas 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 y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen básicamente sin cambios (véase gráfico 8). El 25 de abril de 2018, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,71 %. De cara al futuro, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación siguen señalando un retorno 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 segundo 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 BCE y cálculos del BCE.

Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta marzo de 2018. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se obtienen de los swaps cupón cero de inflación medida por el IAPCx (IAPC de la zona del euro excluido el tabaco). Las últimas observaciones corresponden al 25 de abril de 2018.

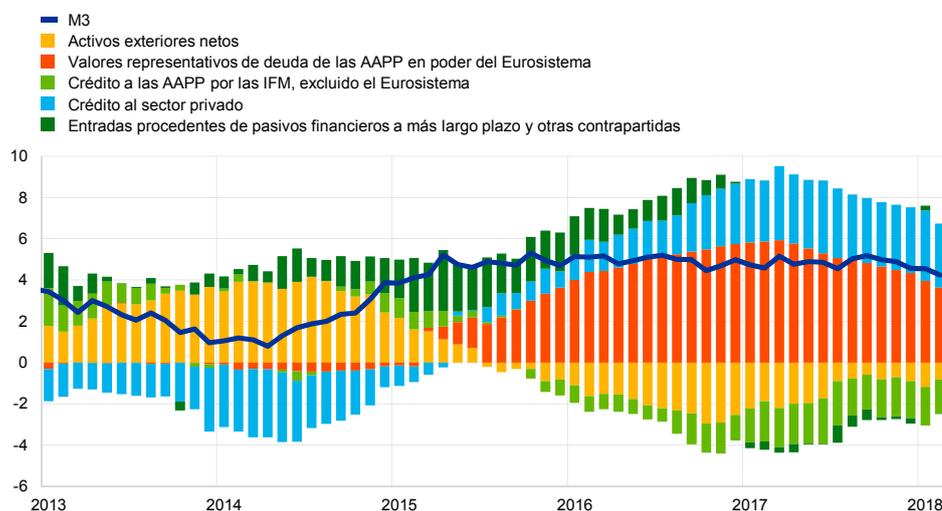
Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro continuaron aumentando en el cuarto trimestre de 2017. Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda de la zona del euro se incrementaron en un 4,6 %, en términos interanuales, en dicho trimestre, frente al 4,2 % registrado en el trimestre anterior, lo que confirma un nuevo fortalecimiento y una mayor generalización del ciclo de los precios de la vivienda.

5 Dinero y crédito

El ritmo de crecimiento del agregado monetario amplio se moderó, pero continuó siendo sólido. La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta el 4,2 % en febrero de 2018 y se situó ligeramente por debajo del estrecho intervalo observado desde mediados de 2015 (véase gráfico 9). Los componentes más líquidos siguieron siendo los que más contribuyeron al avance del agregado monetario amplio: la tasa de crecimiento interanual de M1 mantuvo su dinamismo, aunque retrocedió hasta el 8,4 % en febrero (desde el 8,8 % de enero). A este respecto, 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.

Gráfico 9
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por lo tanto, incluye las tenencias de valores representativos de deuda del Eurosistema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). La última observación corresponde a febrero de 2018.

Las contrapartidas internas de M3 siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 9). En lo que respecta a las contrapartidas, el descenso del crecimiento interanual de M3 observado en febrero de 2018 puede atribuirse a la leve caída de la aportación del crédito al sector privado, debido principalmente a la disminución del flujo de préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras. Además, la contribución de las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) ha sido menor como consecuencia de la reducción de las compras netas mensuales por parte del Eurosistema, de 60 mm de euros a 30 mm de euros, a partir de enero de 2018. Las adquisiciones de deuda pública por parte del Eurosistema (véanse las partes de color rojo de las barras del gráfico 9), realizadas principalmente en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés), continuaron influyendo

positivamente en el avance de M3. La recuperación sostenida del crédito al sector privado (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 9) también siguió sustentando el crecimiento de M3. Este concepto incluye 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. Por tanto, también comprende las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del CSPP. La persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM volvió a contribuir positivamente al crecimiento de M3 (se incluyen junto con otras contrapartidas en las partes de color verde oscuro de las barras del gráfico 9). Las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, contribuyeron al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, y frenaron, por tanto, el crecimiento de M3 (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 9). Por último, los activos exteriores netos de las IFM siguieron lastrando el crecimiento interanual de M3 (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 9).

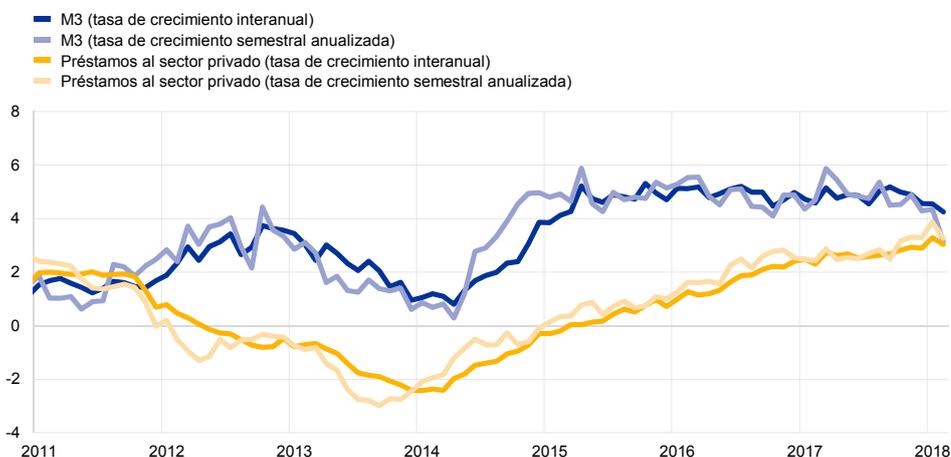
La recuperación gradual del crecimiento de los préstamos prosigue, pese a la ligera desaceleración que experimentó el crédito a las sociedades no financieras en febrero de 2018. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) descendió hasta el 3 % en febrero (véase gráfico 10). Por sectores, el ritmo de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras se redujo hasta el 3,1 % en febrero (desde el 3,4 % de enero de 2018 y el 3,1 % de diciembre de 2017). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 2,9 %. Estas tendencias se sustentan en el significativo descenso de los tipos de interés del crédito bancario observado en toda la zona del euro desde mediados de 2014 (principalmente como consecuencia de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y en la mejora general de la oferta y de la demanda de préstamos bancarios. 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 crédito².

² Véase también la sección 3 de *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 febrero de 2018.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2018 sugiere que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por el incremento de la demanda en todas las categorías y por la relajación adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares. En el primer trimestre de 2018, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se relajaron considerablemente y los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron suavizándose. Las presiones competitivas y la menor percepción de riesgo asociado a la solidez 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, la confianza de los consumidores y, en menor medida, las favorables perspectivas del mercado de la vivienda, fueron factores significativos que impulsaron la demanda. El APP ampliado del BCE ha relajado las condiciones aplicadas a todas las categorías de préstamos. El efecto de relajación neta se plasmó en mayor medida en las condiciones aplicadas a los préstamos que en los criterios de aprobación. Las entidades de la zona del euro indicaron que el APP había contribuido a mejorar su situación de liquidez y sus condiciones de financiación en los mercados, pero que había tenido un efecto negativo sobre su rentabilidad, como consecuencia de los menores márgenes de intermediación. Estas entidades han utilizado la liquidez procedente del APP principalmente para conceder préstamos. Asimismo, señalaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE había tenido un impacto positivo en los volúmenes de crédito, mientras que había lastrado los ingresos netos por intereses de las entidades.

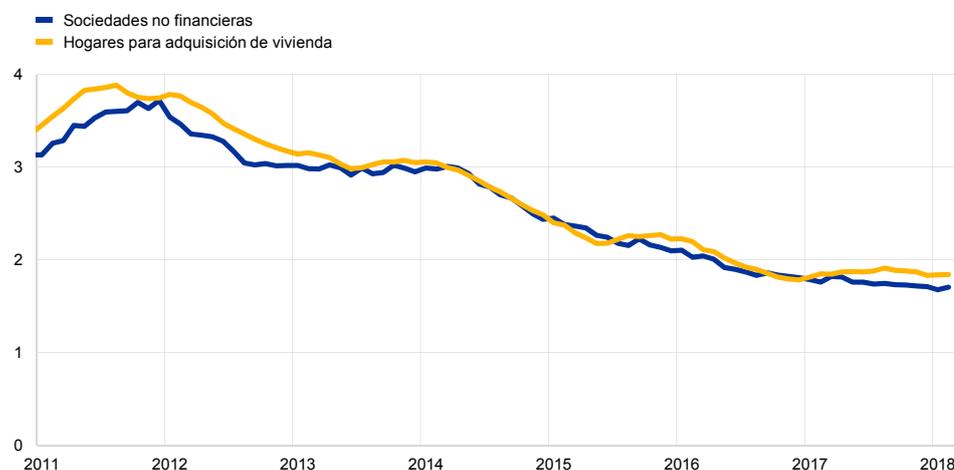
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron próximos a sus mínimos históricos. En febrero de 2018, el tipo de interés sintético de los préstamos

bancarios otorgados a las sociedades no financieras aumentó ligeramente desde el mínimo histórico alcanzado en enero de 2018 y se situó en el 1,71 %. El tipo de interés sintético de los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo estable en el 1,84 % en febrero, frente a la cota mínima del 1,78 % registrada 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 febrero de 2018, los tipos de interés sintéticos de los préstamos a estos dos sectores cayeron 123 puntos básicos y 107 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, este descenso fue particularmente pronunciado en los países de la zona del euro más expuestos a la crisis financiera, 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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo, utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a febrero de 2018.

Se estima que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó en el primer trimestre de 2018. Los datos del BCE más recientes señalan que los flujos totales de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras en enero y febrero de 2018 aumentaron considerablemente, en términos netos, con respecto al cuarto trimestre de 2017. Además, de acuerdo con los datos procedentes del mercado, la emisión de este tipo de valores se aceleró aún más en marzo y en abril de este año. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las

sociedades no financieras se mantuvo positiva e incluso se incrementó a principios de 2018, en comparación con el cuarto trimestre de 2017.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron ligeramente en el primer trimestre de 2018, pero 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 incrementó ligeramente en el primer trimestre de 2018, hasta situarse en torno al 4,6 % —20 puntos básicos por encima del nivel observado en diciembre de 2017—, y que registró un leve descenso en abril. Así pues, el coste de financiación se sitúa actualmente unos 46 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 alzas en el coste de las acciones, así como en el coste de la deuda, expresado como la media ponderada del coste de la financiación bancaria y del coste de la financiación mediante valores de renta fija. El incremento del coste de las acciones se debe a una prima de riesgo de la renta variable más elevada, mientras que el aumento del coste de la deuda es atribuible íntegramente al coste de los valores de renta fija. El ligero retroceso estimado de abril de 2018 es consecuencia de la leve moderación de la prima de riesgo de las acciones en comparación con el nivel alcanzado en el primer trimestre de 2018.

Recuadros

1 Consecuencias del aumento de las tensiones comerciales para la economía mundial

Lucia Quaglietti

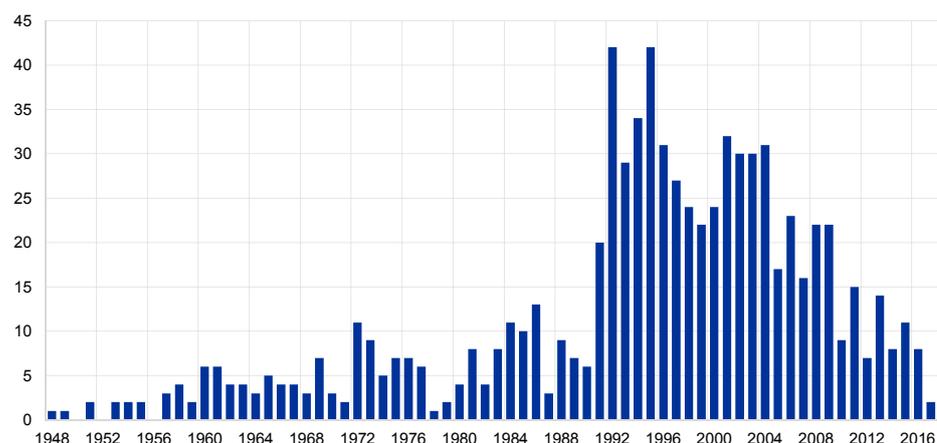
El apoyo público a la globalización ha disminuido a lo largo de la última década y las reformas de la regulación comercial se han ralentizado. Además, en las últimas semanas, el riesgo de un aumento de las tensiones comerciales se ha acentuado debido a los nuevos aranceles anunciados por la Administración estadounidense. En este recuadro se analizan las posibles consecuencias del incremento de las tensiones comerciales para la economía mundial.

El período previo a la crisis financiera se caracterizó por un fuerte aumento de la liberalización del comercio. En el período comprendido entre 1990 y 2010 se suscribieron más de 500 nuevos acuerdos preferenciales (véase gráfico A), tres veces más que en las dos décadas anteriores. La proliferación de estos acuerdos, favorecida en parte por la paralización de las negociaciones comerciales de la ronda de Doha porque los países participantes recurrieron a mecanismos alternativos de liberalización del comercio³, se tradujo en una caída acusada y generalizada de los aranceles aplicados tanto por las economías avanzadas como por las emergentes (véase gráfico B).

Gráfico A

Acuerdos comerciales preferenciales por año de firma

(número)

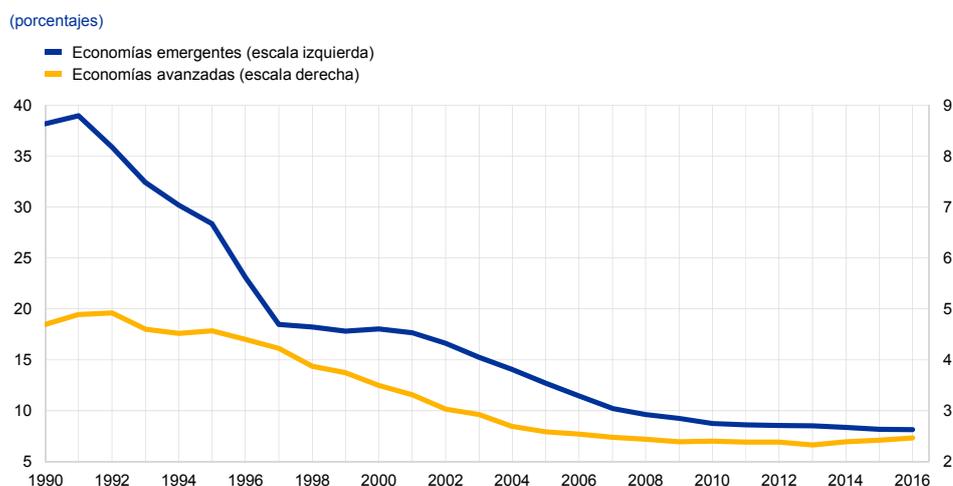


Fuente: Design of Trade Agreements Database.

³ Véase, por ejemplo, J. Bhagwati y A. Krueger, «The Dangerous Drift to Preferential Trade Agreements», American Enterprise Institute, Washington, 1995.

Gráfico B

Aranceles medios aplicados en las economías avanzadas y en las emergentes



Fuente: Banco Mundial.

Notas: Se muestra la media simple de los aranceles ponderados, que para cada país se calcula como la media no ponderada de los aranceles efectivamente aplicados al comercio de todos los bienes sujetos al pago de aranceles. Los agregados se basan en los datos de los 14 países más grandes del mundo (según las ponderaciones del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo en 2010).

La creciente apertura comercial contribuyó a la mejora del nivel de vida a escala global. La evidencia procedente de distintos países⁴ indica que un aumento de un punto porcentual del grado de apertura comercial tiende a incrementar la renta per cápita real entre un 3 % y un 5 % a largo plazo, aunque en los años posteriores a la crisis financiera se detectó un menor impacto de este factor. Además, la integración de muchas economías emergentes en el comercio mundial —entre otras vías, a través de su participación en las cadenas globales de valor— se ha identificado como un importante determinante de la reducción de la pobreza⁵.

El ritmo general del proceso de liberalización del comercio se ha ralentizado en los últimos años, al tiempo que las medidas restrictivas del comercio han aumentado. Durante la última década, el número de nuevos acuerdos de libre comercio suscritos descendió de manera acusada (véase gráfico A), aunque el alcance de los acuerdos recientes es mayor, tanto en cuanto al número de países firmantes como al de sectores incluidos⁶. Asimismo, la disminución de los aranceles observada en los años anteriores a la crisis se ha interrumpido (véase gráfico B). Además, según datos de la Global Trade Alert Database que incluyen indicadores de comercio tradicionales y no tradicionales, el número de nuevas medidas discriminatorias anunciadas por las economías del G-20 se ha incrementado de forma constante desde 2012 (véase gráfico C⁷). Entre estas, las medidas *antidumping* y los aranceles a las importaciones fueron los dos instrumentos más utilizados, representando conjuntamente alrededor del 30 % de todas las medidas

⁴ D. Cerdeiro y A. Komaromi, «Trade and Income in the Long Run: Are There Really Gains, and Are They Widely Shared?», IMF Working Paper n.º 17/231, Fondo Monetario Internacional, 2017. Este análisis se basa en estimaciones en forma reducida y abarca el período 1990-2015.

⁵ *The role of trade in ending poverty*, Banco Mundial y Organización Mundial del Comercio, 2015.

⁶ *Perspectivas de la Economía Mundial*, Fondo Monetario Internacional, octubre de 2016.

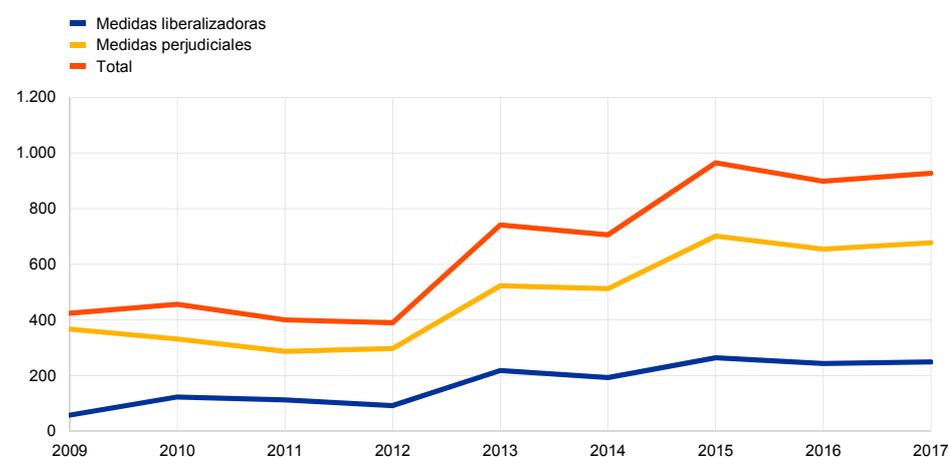
⁷ La autora desea expresar su agradecimiento a Simon Evenett y Piotr Lukaszuk por los datos cedidos para la elaboración del gráfico C.

impuestas en 2017. Al mismo tiempo, las medidas no arancelarias, como los préstamos otorgados por los Estados a las empresas exportadoras, se han incrementado notablemente. Además, la evidencia sugiere que durante el período 2012-2015, la desaceleración del crecimiento de las importaciones fue más acusada en los sectores sujetos a medidas comerciales discriminatorias de gran calado que en los sectores en los que no se impuso ninguna medida de este tipo o solo un número reducido⁸.

Gráfico C

Nuevas medidas comerciales anunciadas por los países del G-20

(número de nuevas medidas anunciadas)



Fuente: Global Trade Alert Database.

Notas: Datos ajustados de desfases en la publicación de la información. La fecha de cierre de cada año es el 31 de diciembre.

Un análisis anterior del BCE sugiere que la ralentización de las reformas comerciales podría haber sido un factor que ha lastrado el avance del comercio en los últimos años⁹. Entre 2012 y 2016, las importaciones mundiales crecieron a una tasa media del 3 % al año, menos de la mitad que la media de los dos decenios precedentes. La actividad económica no mostró la misma debilidad, ya que, pese a su contención, no se ralentizó en la misma medida. Tras aumentar a un ritmo que duplicó el del PIB mundial en los años anteriores a la crisis financiera global, a partir de 2012 la elasticidad del comercio al PIB se redujo hasta situarse aproximadamente en 1.

No obstante, durante el último año y medio, el comercio global ha experimentado una reactivación cíclica. Las importaciones mundiales registraron una tasa de crecimiento superior al 5 % en 2017, 1,5 puntos porcentuales por encima de la media del período 2011-2016. En 2017, el ritmo de avance de las importaciones mundiales superó al de la actividad económica por primera vez en tres años. El repunte cíclico de la actividad, especialmente de la inversión, parece haber contribuido a la reciente recuperación del comercio internacional. La inversión mundial tocó fondo en niveles muy bajos a principios de 2016 y en los últimos trimestres ha estado creciendo a una tasa próxima a su media anterior a la crisis.

⁸ *Perspectivas de la Economía Mundial*, Fondo Monetario Internacional, octubre de 2016.

⁹ Véase, por ejemplo, «[Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 178, BCE, septiembre de 2016.

En las últimas semanas el riesgo de agravamiento de las tensiones

comerciales ha aumentado como consecuencia de los nuevos aranceles anunciados por la Administración de Estados Unidos.

A finales de marzo, el presidente Trump firmó una orden para imponer aranceles del 25 % y del 10 % a las importaciones de acero y de aluminio, respectivamente, aunque diversas economías quedaron exentas (entre ellas, la UE, si bien de forma temporal). China ha respondido con la promesa de elevar los aranceles a importaciones provenientes de Estados Unidos por importe de 3 mm de dólares estadounidenses. Un nuevo anuncio de la Administración estadounidense de aumentar los aranceles aplicados a productos chinos por valor de 50 mm de dólares tuvo su réplica en la promesa de China de subir los aranceles a las importaciones de Estados Unidos por un montante similar.

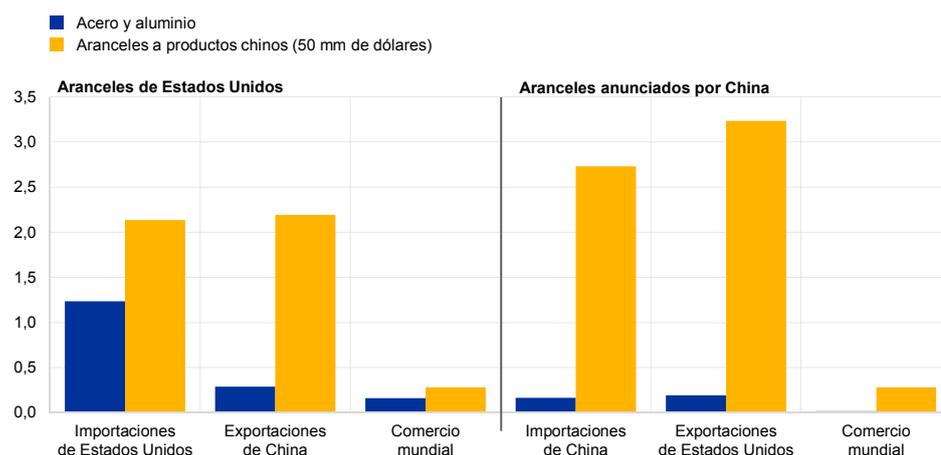
Los aranceles anunciados solo afectan a una pequeña parte del comercio estadounidense e internacional, y es probable que su impacto sea limitado.

Los bienes afectados por estas medidas representan solo en torno al 2 % de las importaciones de Estados Unidos y de las exportaciones chinas, y menos del 0,5 % del comercio mundial (véase gráfico D). Si se considera de forma aislada, el impacto directo de estos aranceles probablemente no será muy significativo. No obstante, los riesgos asociados a una escalada de las tensiones comerciales y a una reversión más general del proceso de globalización han aumentado claramente, lo que podría incidir en las decisiones de inversión en todo el mundo, poniendo a prueba la capacidad de resistencia del dinamismo del comercio internacional.

Gráfico D

Aranceles de Estados Unidos y respuesta de China: cuota mundial, de Estados Unidos y de China en el comercio de bienes

(porcentaje del comercio total de bienes de Estados Unidos, China y mundial)



Fuentes: US Census, Direction of Trade Statistics del FMI y cálculos del BCE.

Una escalada significativa de las tensiones comerciales podría hacer

descarrilar la actual recuperación del comercio y la actividad mundiales.

Las simulaciones realizadas por expertos del BCE indican que en caso de producirse un aumento considerable del proteccionismo, el impacto sobre el comercio y el producto mundiales podría ser significativo. Un escenario en el que Estados Unidos

incrementa sustancialmente los aranceles a las importaciones de bienes de todos sus socios comerciales, con una respuesta simétrica por parte de estos, tendría consecuencias claramente negativas para la economía global, y el comercio y la actividad mundiales podrían caer con respecto a los niveles previstos en el escenario base. En un escenario de estas características, el impacto sobre Estados Unidos sería especialmente fuerte¹⁰ y el efecto concreto en cada país dependería principalmente de su tamaño, de su grado de apertura y de la intensidad de su actividad comercial con el país que impone los aranceles. En general, las economías que mantuvieran una relación comercial más estrecha con ese país serían las más negativamente afectadas, y su participación en las cadenas globales de valor podría amplificar aún más estos efectos. Solo algunas economías abiertas con poca exposición al país que impone los aranceles podrían beneficiarse de los efectos de desviación del comercio, ya que les permitiría aumentar la competitividad en terceros mercados.

El impacto de una escalada de las tensiones comerciales podría hacerse sentir a través de diversos canales. En caso de que se produzca un aumento generalizado de los aranceles a escala global, los mayores precios de importación podrían incrementar los costes de producción de las empresas y reducir el poder adquisitivo de los hogares, especialmente si los bienes internos e importados no pueden sustituirse fácilmente entre sí. Esto podría afectar al consumo, a la inversión y al empleo. Además, una escalada de las tensiones comerciales avivaría la incertidumbre económica, lo que llevaría a los consumidores a aplazar el gasto y a las empresas a posponer la inversión¹¹. En respuesta al aumento de la incertidumbre, los inversores financieros también podrían recortar su exposición a los valores de renta variable, reducir la oferta de crédito y exigir una compensación más elevada por el riesgo asumido. Asimismo, a través de vínculos financieros estrechos, la mayor incertidumbre podría propagarse de forma más generalizada, acentuando la volatilidad de los mercados financieros internacionales. A más largo plazo, el cambio hacia un sistema más proteccionista también podría afectar negativamente al crecimiento del producto potencial, al dificultar el avance de la productividad.

¹⁰ Estos resultados se basan en una serie de supuestos. Por ejemplo, se supone que las disputas comerciales solo duran dos años y que los ingresos adicionales generados por las subidas de los aranceles se destinan a reducir los déficits en lugar de apoyar la demanda. Además, se supone que la política monetaria y los tipos de cambio reaccionan de forma endógena en todos los países.

¹¹ Véase, por ejemplo, N. Bloom, «The impact of uncertainty shocks», *Econometrica*, vol. 77 (3), 2009, pp. 623-685.

Los factores determinantes de la reciente mejora de la posición de inversión internacional de la zona del euro

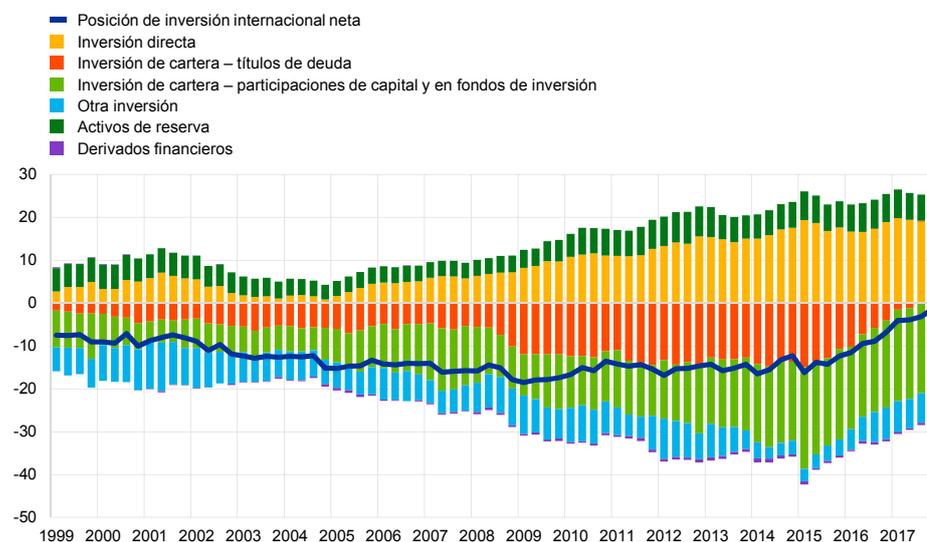
Michael Fidora y Martin Schmitz

La posición de inversión internacional (PII) de la zona del euro siguió mejorando en 2017 (véase gráfico A). Al final del año, arrojaba un saldo deudor neto del 1,3 % del PIB de la zona, su nivel más bajo en términos históricos. Esta evolución se produjo después de experimentar una mejora significativa, de 15 puntos porcentuales del PIB, a partir del primer trimestre de 2015, principalmente como consecuencia de la reducción del saldo deudor de los títulos de deuda en la inversión de cartera. Con anterioridad a esta mejora reciente, la PII neta de la zona del euro había fluctuado en torno a niveles del -15 % del PIB durante más de una década. Desde 1999, la zona del euro ha registrado un saldo acreedor neto en la rúbrica de inversión directa y de activos de reserva, y un saldo deudor neto en la inversión de cartera en forma de participaciones de capital y en fondos de inversión, en otra inversión y en derivados financieros. También registró una posición deudora neta en la inversión de cartera en forma de títulos de deuda hasta 2015. A partir de entonces, esta posición deudora neta (el 15 % del PIB en el primer trimestre de 2015) pasó a ser una posición acreedora neta del 2 % del PIB a finales de 2017.

Gráfico A

Principales componentes de la posición de inversión internacional neta de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período en porcentaje del PIB acumulado de cuatro trimestres)



Fuente: BCE.

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

La reciente mejora de la PII neta de la zona del euro estuvo impulsada principalmente por las transacciones financieras netas —reflejo del superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona— y por la evolución de los precios de los activos (véase gráfico B). Las variaciones de la PII neta

pueden desglosarse en transacciones financieras netas (que fundamentalmente reflejan la evolución de la balanza por cuenta corriente), efectos de valoración derivados de variaciones de los tipos de cambio y de los precios de los activos, y otras variaciones en volumen¹². A partir del primer trimestre de 2015, el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro contribuyó con unos 10 puntos porcentuales del PIB a la reducción de los pasivos exteriores netos. Desde la perspectiva de la cuenta financiera, esta evolución se debió, en gran medida, a las salidas netas de fondos en la inversión de cartera en forma de títulos de deuda, incluidas las que se produjeron en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). Al mismo tiempo, la contribución de los precios de los activos (excluidos los efectos de las variaciones del tipo de cambio) a la reducción de los pasivos exteriores netos fue de alrededor de 9 puntos porcentuales del PIB. Esta última cifra refleja el rendimiento de las inversiones de la zona del euro en el exterior en relación con el de las inversiones en activos de la zona por parte de no residentes. Desde el primer trimestre de 2015, dos tercios de las ganancias por valoración de la PII neta de la zona del euro correspondieron a la inversión de cartera en forma de participaciones de capital y en fondos de inversión, ya que las inversiones de la zona del euro en los mercados bursátiles internacionales superaron a las inversiones extranjeras en la zona del euro. El tercio restante de estas ganancias procedió de la inversión de cartera en forma de títulos de deuda. Estas contribuciones positivas a la evolución de la PII neta de la zona del euro se vieron contrarrestadas solo parcialmente por las pérdidas netas por valoración resultantes de las variaciones del tipo de cambio (alrededor de 4 puntos porcentuales del PIB), ya que el euro se apreció un 9 % en términos efectivos nominales en ese período¹³.

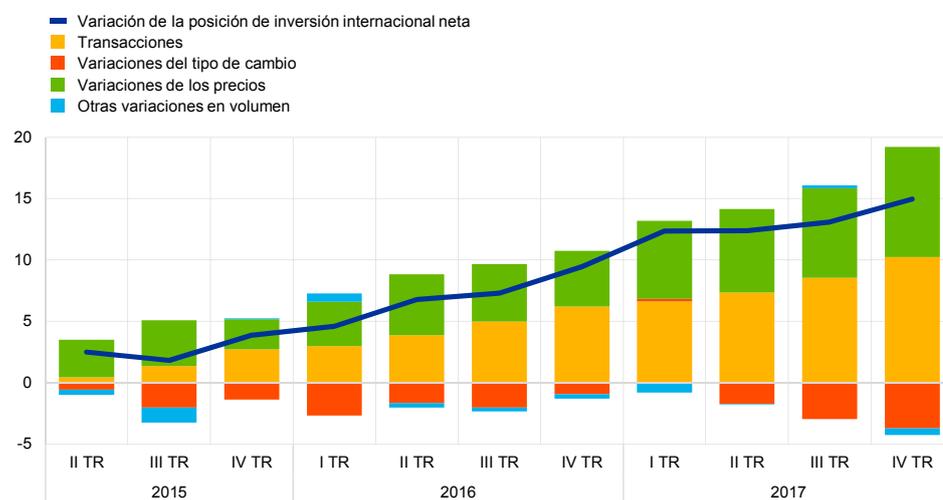
¹² «Otras variaciones en volumen» incluye, por ejemplo, reclasificaciones, saneamientos parciales, «rupturas» resultantes de cambios en las fuentes y en los métodos, así como cambios en la residencia de las empresas.

¹³ La PII neta de la zona del euro suele registrar ganancias por valoración cuando el tipo de cambio del euro experimenta una depreciación (y pérdidas por valoración cuando se aprecia). Esto se debe a que la mayoría de los activos exteriores de la zona del euro están denominados en otras monedas, mientras que la mayor parte de los pasivos exteriores de la zona están denominados en euros.

Gráfico B

Desglose de las variaciones en la posición de inversión internacional neta de la zona del euro desde el primer trimestre de 2015

(importes acumulados en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: «Otras variaciones en volumen» incluye, por ejemplo, reclasificaciones, saneamientos parciales, «rupturas» resultantes de cambios en las fuentes y en los métodos, así como cambios en la residencia de las empresas. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2017.

Por lo que respecta a los instrumentos financieros, la mejora de la PII neta de la zona del euro fue atribuible principalmente a un cambio en los títulos de deuda de la inversión de cartera, que pasaron de registrar una posición deudora neta a una posición acreedora neta. Aunque estos títulos arrojaban una posición deudora neta del 15 % del PIB en el primer trimestre de 2015, a finales de 2017 habían pasado a registrar una posición acreedora neta del 2 % del PIB. En ese mismo período, los demás componentes de la PII experimentaron muchas menos fluctuaciones, ya que el saldo deudor de la inversión de cartera en forma de participaciones de capital y en fondos de inversión se redujo en 3 puntos porcentuales del PIB y el de otra inversión aumentó 4 puntos porcentuales del PIB¹⁴.

El cambio a una posición acreedora neta en los títulos de deuda de la inversión de cartera fue resultado de una reducción de los pasivos frente a no residentes en la zona del euro y, en menor medida, de un aumento de los títulos de deuda de fuera de la zona en manos de residentes (véase gráfico C). En concreto, el saldo vivo de títulos de deuda de la zona del euro mantenidos por no residentes en la zona disminuyó desde el 55 % del PIB de la zona del euro en el primer trimestre de 2015 hasta el 42 % del PIB al final de 2017. Al mismo tiempo, los residentes en la zona incrementaron sus tenencias de títulos de deuda de fuera de la zona del 40 % al 44 % del PIB¹⁵. Tanto por el lado del activo como por el del

¹⁴ Las posiciones netas en inversión directa, derivados financieros y activos de reserva variaron 1 punto porcentual del PIB, o incluso menos, durante el mismo período.

¹⁵ En términos de importes nominales en miles de millones de euros, las contribuciones relativas de los activos y pasivos a la disminución de los pasivos exteriores netos mostraron mayor similitud. No obstante, expresadas en relación con el PIB, los efectos del crecimiento del producto mitigaron el impacto del aumento de los saldos vivos (como se observó en los activos), al tiempo que amplificaron su reducción (como se observó en los pasivos).

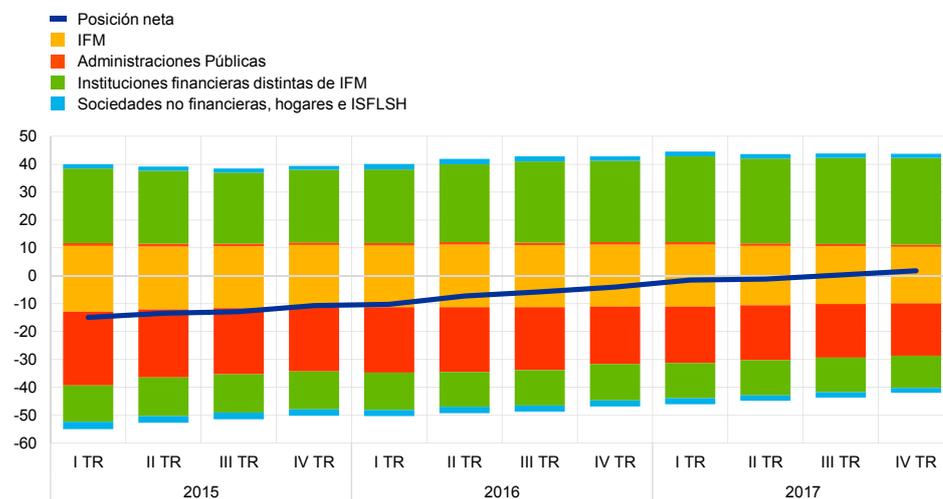
pasivo, esta evolución estuvo impulsada casi exclusivamente por los títulos a largo plazo, es decir, aquellos con vencimiento original superior a un año.

En general, los inversores de fuera de la zona del euro redujeron sus tenencias de títulos de deuda de la zona emitidos por todos los sectores, y la disminución más acusada correspondió a los títulos emitidos por las Administraciones Públicas de la zona. Esta caída fue de casi 8 puntos porcentuales del PIB de la zona del euro a partir del primer trimestre de 2015 y en gran medida reflejó disminuciones netas de las tenencias de deuda soberana de la zona por parte de no residentes, incluidas las relacionadas con el PSPP del Eurosistema¹⁶. Como consecuencia de los bajos niveles de los tipos de interés de la zona del euro en comparación con los de otras economías avanzadas, los no residentes también redujeron sus tenencias de títulos de deuda emitidos por instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona en 3 puntos porcentuales del PIB y las de títulos de deuda emitidos por otros sectores en más de 2 puntos porcentuales del PIB¹⁷. El incremento de la inversión de cartera en forma de títulos de deuda emitidos fuera de la zona fue atribuible íntegramente a las «instituciones financieras no monetarias» residentes en la zona, que incluyen fondos de inversión, empresas de seguros y fondos de pensiones. La mayor parte (65 %) del incremento de las tenencias de estos títulos correspondió a los emitidos por las Administraciones Públicas de países no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico C

Desglose de las tenencias de títulos de deuda de la inversión de cartera de la zona del euro por sector residente

(saldos vivos a fin de período en porcentaje del PIB acumulado de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Las cifras negativas indican pasivos de la zona del euro y las cifras positivas, activos. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2017. «ISFLSH» se refiere a instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

¹⁶ Véase el recuadro titulado, «¿Qué sectores han vendido los valores públicos adquiridos por el Eurosistema?», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2017.

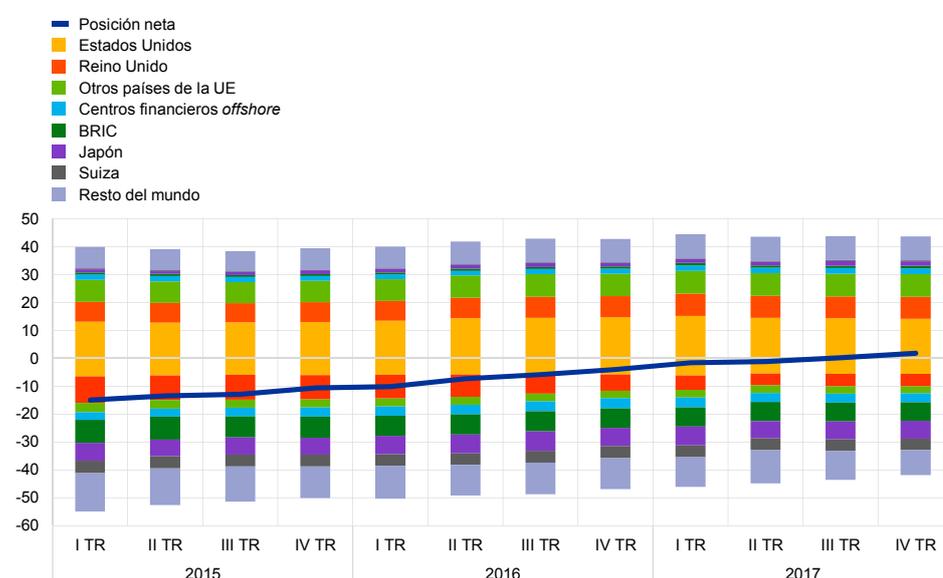
¹⁷ Véase el recuadro titulado, «Análisis de los flujos netos de inversiones de cartera de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2017.

Desde el primer trimestre de 2015, los residentes japoneses se han convertido en los mayores tenedores internacionales de títulos de deuda de la zona del euro, superando a los residentes del Reino Unido y de Estados Unidos (véase gráfico D). Al final de 2017, los títulos de deuda de la zona del euro mantenidos por inversores japoneses se situaban en el mismo nivel (el 6 % del PIB de la zona) que en el primer trimestre de 2015, mientras que, en ese período, las reducciones más significativas de las tenencias de estos valores correspondieron a inversores del Reino Unido (5 puntos porcentuales del PIB), seguidos de inversores de los países «BRIC» (2 puntos porcentuales del PIB) y de Estados Unidos (1 punto porcentual del PIB)¹⁸.

Gráfico D

Desglose de las tenencias de títulos de deuda de la inversión de cartera de la zona del euro por área geográfica del sector de contrapartida

(saldos vivos a fin de período en porcentaje del PIB acumulado de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Las cifras negativas indican pasivos de la zona del euro y las cifras positivas, activos. Los países «BRIC» son Brasil, Rusia, India y China. «Resto del mundo» incluye a todos los demás países no especificados en el gráfico, así como información que ha quedado indeterminada geográficamente. Los datos sobre pasivos se basan en estimaciones del BCE. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2017.

El aumento más pronunciado en las tenencias de títulos de deuda de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona correspondió a títulos emitidos por entidades residentes en Estados Unidos, seguidos de los emitidos por las residentes en el Reino Unido y en Japón. Por lo tanto, Estados Unidos siguió siendo el país de destino más importante de la inversión en títulos de deuda de los residentes en la zona del euro (14 % del PIB de la zona), seguido del Reino Unido (8 % del PIB). En conjunto, los títulos emitidos por residentes en otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro (excluido el Reino Unido) en manos de inversores de la zona representaban el 8 % del PIB al final de 2017.

¹⁸ Los países «BRIC» son Brasil, Rusia, India y China.

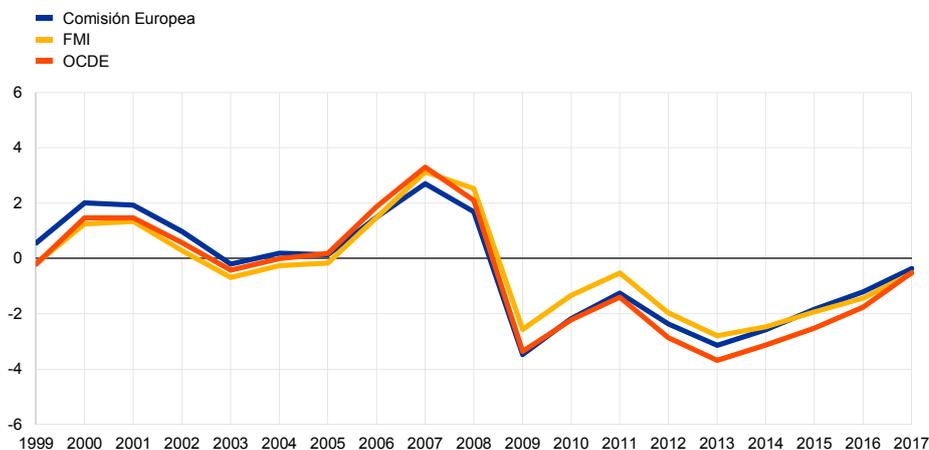
Béla Szörfi y Máté Tóth

Este recuadro trata de ilustrar las dificultades para medir el grado de holgura de la economía de la zona del euro y la elevada incertidumbre en torno a las estimaciones. Aunque las estimaciones recientes del producto potencial indican que la capacidad productiva sin utilizar está disminuyendo (véase gráfico A), varios factores sugieren que esas cifras pueden subestimar el grado de holgura que persiste en la economía. Por ejemplo, la inflación y las presiones salariales se han mantenido contenidas. Además, la oferta de trabajo, la tasa de actividad y la productividad han aumentado, lo que puede favorecer un incremento del producto potencial que podría no haberse trasladado aún en su totalidad. Por último, los niveles elevados del indicador amplio de la infrautilización del trabajo pueden haber sugerido también un grado de holgura del mercado de trabajo mayor que la tasa de desempleo¹⁹. Por otro lado, los indicadores de opinión que muestran niveles históricamente altos de utilización de la capacidad productiva y de escasez de oferta laboral apuntan a la aparición de tensiones en los mercados de trabajo de la zona del euro.

Gráfico A

Estimaciones de la brecha de producción efectuadas por organismos internacionales para la zona del euro

(porcentaje del producto potencial)



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2017 de la Comisión Europea, Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril de 2018 y Perspectivas Económicas de la OCDE de noviembre de 2017.

En concreto, la holgura de la economía puede asociarse al concepto de producto potencial. La brecha de producción se define como la diferencia porcentual entre los niveles del PIB real (observable) y del producto potencial (no observable) que, a su vez, es la tendencia subyacente del PIB real, es decir, el nivel de producción que puede alcanzarse sin que aumenten las presiones inflacionistas. Se ha de señalar que la evolución de la inflación también se ve influida por factores

¹⁹ Véanse «Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017, y «Tres indicadores para complementar la definición tradicional de empleo y desempleo», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2013.

distintos de la brecha de producción, tales como las perturbaciones de costes (por ejemplo, las variaciones de los precios del petróleo), la formación de expectativas de inflación, los cambios en la capacidad de las empresas para fijar precios o —a medio y largo plazo— la evolución monetaria. Si el PIB real se sitúa por debajo del producto potencial, según se ha definido anteriormente, la brecha de producción es negativa, lo que significa que existe holgura en la economía y que, *ceteris paribus*, es más probable que las presiones inflacionistas sean moderadas. En cambio, si el nivel del PIB real supera el producto potencial, la brecha de producción es positiva y hay mayores probabilidades de que surjan presiones inflacionistas. Pese a que la holgura y la brecha de producción pueden considerarse equivalentes en líneas generales, cabe destacar que esta última a menudo se entiende como un concepto agregado, pudiendo ser compatibles la holgura en algunos mercados (por ejemplo, en el mercado de trabajo), sectores o regiones con una brecha de producción que se ha cerrado o que es positiva.

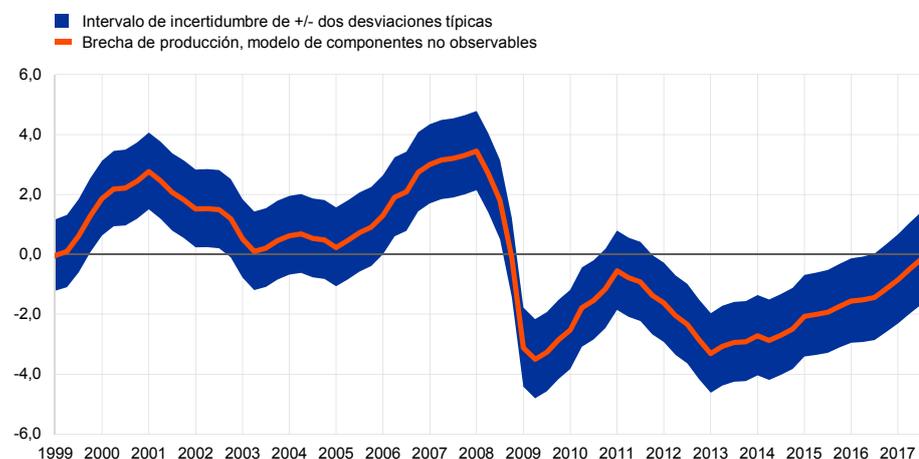
Dado que el producto potencial y, por tanto, la brecha de producción, no son observables, solo pueden estimarse con incertidumbre. La brecha de producción ha de estimarse basándose en datos observables, a partir de modelos estadísticos o económicos. La elección de un modelo específico siempre implica el uso de juicios de valor y genera incertidumbre. Habida cuenta de que los modelos son simplificaciones de la realidad, podría ocurrir que no se tenga en cuenta toda la información que posiblemente sea relevante para estimar la brecha de producción. Asimismo, debido al carácter típicamente estocástico de estos modelos, las características de las perturbaciones utilizadas como supuestos inherentemente generan cierto grado de incertidumbre. La incertidumbre también está relacionada con los parámetros de los modelos que solo pueden estimarse de forma imprecisa. Además, las relaciones económicas —como la pendiente de la curva de Phillips o la reacción del empleo a la actividad económica— podrían cambiar con el tiempo. Es más, los datos (históricos y proyectados) que se utilizan en los modelos son objeto de revisiones. En conjunto, como resultado de estos distintos tipos de incertidumbre, que posiblemente estén interrelacionados, toda estimación de la brecha de producción debe considerarse con extremada cautela.

A modo de ilustración se presenta la estimación basada en un modelo que sugiere una brecha de producción próxima a cero, pero sujeta a un elevado grado de incertidumbre (véase gráfico B). Con fines ilustrativos, se emplea un modelo de componentes no observables para estimar el producto potencial y sus determinantes para la zona del euro. El modelo utiliza un filtro multivariante basado en una función de producción Cobb-Douglas e incluye algunas relaciones económicas teóricas, como las curvas de Phillips —de precios y salarios— y la ley de Okun. Según el modelo de componentes no observables, es probable que la brecha de producción de la zona del euro se hubiera cerrado hacia finales de 2017. Con todo, un posible intervalo factible para la brecha de producción actual se situaría, aproximadamente, entre el $-1,5\%$ y el $1,5\%$.

Gráfico B

Estimación de la brecha de producción con un modelo de componentes no observables para la zona del euro

(porcentaje del producto potencial)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

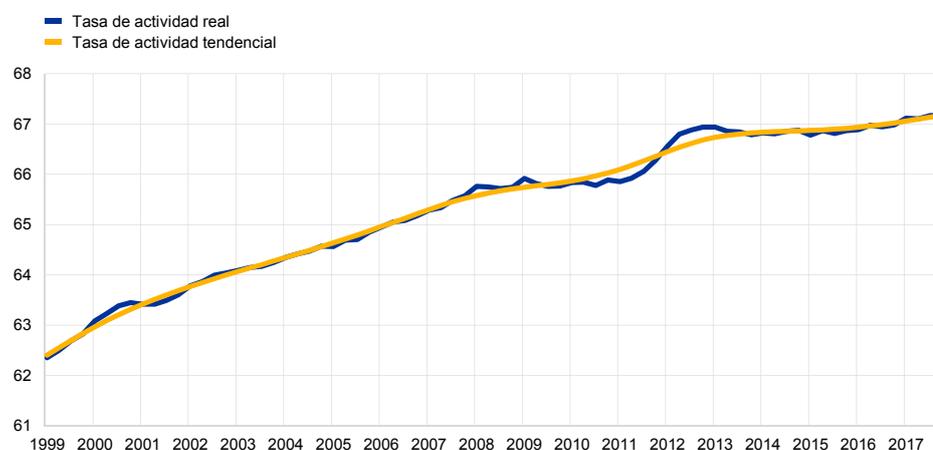
Es probable que las recientes perturbaciones en la oferta de trabajo estén contribuyendo al crecimiento tanto del producto real como del producto potencial. La tasa de actividad de la zona del euro ha aumentado en los últimos años, impulsada por la mayor participación de las mujeres y de los trabajadores de más edad. Este incremento se debe principalmente al mayor nivel educativo de la población en edad de trabajar, así como a las recientes reformas de los mercados de trabajo acometidas en muchos países de la zona del euro, y, por consiguiente, en gran medida parece ser independiente del ciclo económico²⁰. Así lo confirma la población activa tendencial estimada en el modelo de componentes no observables: la variación cíclica de la tasa de actividad es bastante limitada y la mayor parte del aumento observado en el pasado es atribuible a la tendencia. Lo importante es que esto implica que el aumento de la tasa de actividad se ha de traducir en un aumento tanto del producto real como del potencial, por lo que la brecha de producción apenas se vería afectada (véase gráfico C). Sin embargo, si el modelo y, por tanto, sus estimaciones, no recogen adecuadamente el impacto de las recientes reformas de los mercados de trabajo y de productos, es posible que el verdadero producto potencial sea mayor, con lo que el grado de holgura sería más elevado que el presentado en el gráfico B.

²⁰ Véase el artículo titulado «Labour supply and employment growth», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2018.

Gráfico C

Tasa de actividad de la zona del euro

(porcentaje de la población en edad de trabajar)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

El indicador amplio de la infrautilización del trabajo sugiere que el grado de holgura durante la crisis financiera y durante la recuperación era más elevado que el indicado por la tasa de desempleo.

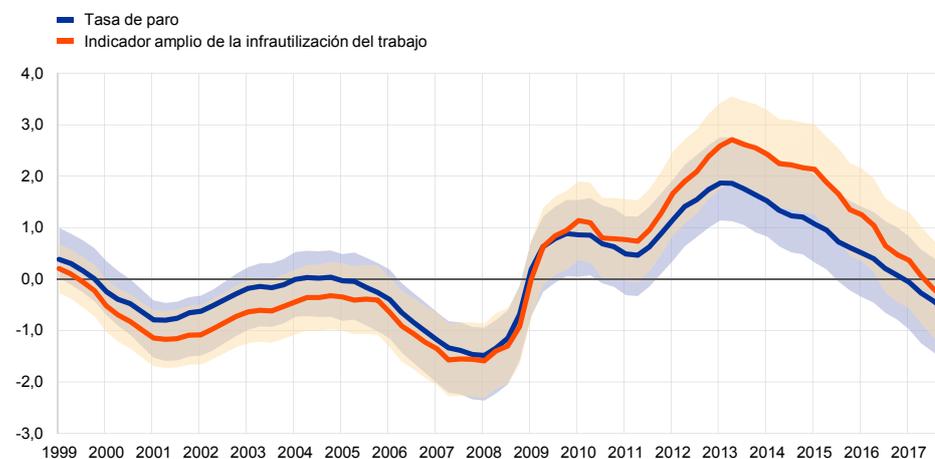
El indicador amplio de la infrautilización del trabajo comprende los trabajadores a tiempo parcial subempleados, las personas que están buscando empleo pero no están disponibles, y las personas que están disponibles pero no están buscando empleo (este último grupo incluye a los trabajadores desanimados). No obstante, es posible que haya sido un fenómeno transitorio que parece estar desapareciendo. Para examinar si los indicadores más amplios de desempleo indican un grado de holgura mayor, la tasa de paro se sustituye por el indicador amplio de la infrautilización del trabajo en el modelo de componentes no observables²¹, en consonancia con el supuesto de que el nivel de este último indicador no puede ser considerado una medida exacta de la holgura y debe evaluarse teniendo en cuenta su componente estructural o tendencial, como es el caso de la tasa de paro. Entre 2011 y 2016, el grado de holgura del mercado de trabajo de la zona del euro parece haber sido mayor según el indicador amplio de la infrautilización del trabajo. No obstante, la diferencia empezó a diluirse en 2015 y prácticamente desapareció en 2017, debido a los fuertes descensos observados en el número de trabajadores desanimados y en el de trabajadores a tiempo parcial subempleados (véase gráfico D).

²¹ Los datos subyacentes empleados para calcular el indicador amplio de la infrautilización del trabajo se publican solo a partir del primer trimestre de 2008. Para el período anterior a ese año, los expertos del BCE realizaron un análisis retrospectivo (*backcasting*) del indicador amplio de la infrautilización del trabajo utilizando datos anuales basados en un concepto similar, además de un modelo de factores dinámicos con más de 50 variables del mercado de trabajo.

Gráfico D

Holgura del mercado de trabajo según distintos indicadores

(porcentaje de la población activa; indicador amplio de la infrautilización del trabajo como porcentaje de los activos potenciales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las zonas sombreadas indican intervalos de incertidumbre de +/- dos desviaciones típicas. La zona sombreada en azul se refiere a la tasa de paro y la zona sombreada en crema hace referencia al indicador amplio.

Artículos

1 Convergencia real en Europa Central, Oriental y Sudoriental

Piotr Zuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Díaz del Hoyo y Paul König

En este artículo se presentan regularidades empíricas relativas a la convergencia y se analizan las fuentes de crecimiento económico de los países de Europa Central, Oriental y Sudoriental (CESEE, en sus siglas en inglés) pertenecientes y no pertenecientes a la Unión Europea (UE)²². También se compara la evolución de los distintos países y se identifican los retos que afrontan estas economías para seguir impulsando la convergencia. Aunque, desde el año 2000, todos los países CESEE han convergido hacia las economías más avanzadas de la UE, los progresos han sido heterogéneos, ya que mientras algunos países han experimentado un rápido crecimiento económico y han convergido con celeridad, en otros, el proceso de convergencia ha sido bastante lento. En los países CESEE que se adhirieron a la UE (incluidos aquellos que se incorporaron posteriormente a la zona del euro), la convergencia económica se ha producido a un ritmo mucho más intenso que en los países de los Balcanes Occidentales que actualmente son candidatos o posibles candidatos a la UE. La convergencia fue especialmente rápida antes de la crisis financiera mundial, pero se ralentizó posteriormente.

En el artículo se identifican diversos factores comunes a los países que han registrado el mayor ritmo de convergencia desde el año 2000. Entre estos factores se incluyen mejoras de la calidad institucional, de la competitividad exterior y de la innovación, mayor apertura comercial, unos niveles de capital humano elevados o en aumento, y unas tasas de inversión relativamente altas. De cara al futuro, para que el proceso de convergencia en la región se acelere y se mantenga será necesario realizar esfuerzos adicionales encaminados a mejorar la calidad institucional y la innovación, revitalizar la inversión y abordar el impacto adverso del envejecimiento de la población. En los países candidatos y posibles candidatos a la UE, las perspectivas de adhesión podrían constituir un ancla para dar impulso a las reformas —en particular, aunque no exclusivamente, en el ámbito fundamental de mejora de la calidad institucional— y respaldar así las perspectivas de crecimiento a largo plazo y de convergencia real.

²² Este artículo se centra en el grupo de países CESEE que pertenecen a la UE (denominados «nuevos Estados miembros de la UE» (NEM) e integrado por Bulgaria, la República Checa, Estonia, Croacia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Eslovenia y Eslovaquia) o que son candidatos o posibles candidatos a la UE (denominados «países de los Balcanes Occidentales», grupo integrado por Albania, Bosnia y Herzegovina, la Antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro y Serbia). En este análisis también se incluye a Kosovo cuando hay datos disponibles (sin perjuicio de las posiciones sobre su estatus, en consonancia con la Resolución 1244 del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y con la opinión de la Corte Internacional de Justicia sobre la declaración de independencia de Kosovo). Aunque Turquía es un país candidato a la UE, no se incluye en el análisis, ya que no comparte el contexto de una transición económica desde una economía planificada hacia una economía de mercado.

1 Introducción

En los años noventa, los países CESEE iniciaron un importante proceso de transición económica desde una economía planificada hacia una economía de mercado. Esta transición ha configurado en gran medida la evolución económica de estos países desde 1990. A pesar de los elevados costes de la transición y del desigual comportamiento económico observado, en general, en la década de los noventa, el crecimiento económico de la mayoría de estos países ha sido elevado desde el año 2000, lo que ha contribuido a la convergencia hacia las economías más avanzadas de la UE.

En este artículo se analiza la convergencia de los niveles de renta de los países CESEE hacia las economías más avanzadas de la UE desde el año 2000²³. Este análisis incluye: i) las once economías que se incorporaron a la UE en ese período, de las que cinco también han adoptado el euro, y ii) las seis economías de los Balcanes Occidentales que son candidatas o posibles candidatas a la UE. La convergencia real —entendida como un proceso en el que países más pobres crecen a un ritmo mayor que economías más ricas, con la consiguiente disminución con el tiempo de las diferencias en los niveles de renta real entre los países— tiene importantes implicaciones para el bienestar económico. Además, la consecución de una convergencia sostenible sigue siendo un factor importante para la integración económica y monetaria con y dentro de la UE, ya que con ello se reducen las divergencias de la renta real, se contribuye a la cohesión social y, por tanto, se facilita el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria.

Además, existe un vínculo estrecho entre la convergencia de los niveles de renta real y la de precios (convergencia nominal). Las economías que crecen (convergen) con mayor rapidez suelen experimentar una apreciación de los tipos de cambio reales, que a menudo se materializa en forma de tasas de inflación más elevadas. Sin embargo, cuando estas economías se incorporan a la Unión Monetaria, el aumento de la inflación puede dar lugar a unos tipos de interés reales más bajos que en otros Estados miembros de la Unión Monetaria. Junto con unos tipos de interés naturales que suelen situarse en niveles más altos, la probabilidad de que las economías con un mayor ritmo de crecimiento registren ciclos de expansión y recesión aumenta, salvo que se apliquen instrumentos de política fiscal o macroprudencial adecuados para preservar la estabilidad macrofinanciera. Del mismo modo, la convergencia de la renta real facilita el cumplimiento de los criterios de convergencia de Maastricht para la incorporación a la Unión Monetaria (entre ellos los relativos a la inflación y a los tipos de interés a largo plazo), lo que sigue siendo importante para los Estados miembros de la UE que aún no han adoptado el euro²⁴.

²³ La convergencia debe analizarse durante un horizonte de largo plazo. No obstante, debido al proceso de transición económica de los países CESEE en los años noventa y a las limitaciones de los datos de algunos países, el año 2000 parece el punto de partida natural para realizar el análisis de este grupo de países.

²⁴ En el documento «Real convergence in the euro area: a long-term perspective», *Occasional Paper Series*, nº 203, BCE, diciembre de 2017, J. L. Díaz del Hoyo, E. Dorrucchi, F. Ferdinand Heinz y S. Muzikarova presentan un análisis más detallado de la relación entre la convergencia real y la nominal (que, junto con la convergencia fiscal, suelen denominarse «convergencia de Maastricht»).

La falta de convergencia de los niveles de renta con frecuencia va unida a un bajo nivel de calidad institucional, es decir, de las normas institucionales y de gobernanza que facilitan el crecimiento económico de un país y aumentan su capacidad de resistencia ante perturbaciones. Esto puede dificultar el avance de la integración y el correcto funcionamiento de la UE y de la zona del euro²⁵.

En este contexto, en la sección 2 se presentan regularidades empíricas relativas a la convergencia de los países CESEE, en la sección 3 se analizan los determinantes de la convergencia económica de este grupo de países y en la sección 4 se exponen las conclusiones.

4 Conclusiones

Las economías CESEE han conseguido reducir la brecha existente con respecto a la media de la UE en términos de PIB per cápita en el período analizado en este artículo (desde el año 2000). Esto tiene consecuencias positivas evidentes para estos países en lo que respecta al bienestar, y representa un desarrollo favorable en el contexto de la integración económica y monetaria con y dentro de la UE. Sin embargo, el ritmo de convergencia ha sido desigual en los distintos países.

La mayoría de los países CESEE que se han incorporado a la UE han convergido con relativa rapidez y algunos de ellos ya han alcanzado niveles de PIB per cápita próximos a la media de la UE-28. En este sentido, la adhesión a la UE ha sido un ancla importante en el proceso de convergencia, especialmente en los años anteriores a la incorporación. El mayor ritmo de convergencia se ha observado en algunos de los países que se han integrado en la zona del euro (en particular, los países Bálticos y Eslovaquia), así como en algunos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona, como Polonia. Las economías de los Balcanes Occidentales con perspectivas de adhesión a la UE han convergido, en promedio, con más lentitud y siguen estando muy alejadas de las economías de la UE en cuanto a los niveles de renta. En la mayoría de los países CESEE, el proceso de convergencia fue más dinámico antes de la crisis financiera mundial de 2008-2009; tras la crisis, la convergencia con el nivel de la UE se ralentizó en buena parte de los países en un contexto de mayor debilidad del crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) y de la acumulación de capital.

Las economías CESEE que han convergido con más rapidez comparten algunas características comunes. En primer lugar, la calidad institucional mejoró considerablemente en la mayoría de ellas. En segundo lugar, su competitividad exterior aumentó en un contexto de creciente apertura comercial e innovación. En tercer lugar, la mayor parte registró una evolución demográfica relativamente favorable o un incremento significativo de las tasas de actividad. En las economías que convergieron a un ritmo mayor también se observó un aumento muy

²⁵ Véase también B. Cœuré, «Convergence matters for monetary policy», discurso pronunciado en la conferencia titulada «Innovation, firm size, productivity and imbalances in the age of de-globalization», Bruselas, 30 de junio de 2017.

significativo de los niveles de capital humano, o estos ya se situaban entre los más elevados de la región. Las tasas de inversión también tendieron a ser más altas en comparación con otras economías similares.

De cara al futuro, los países CESEE afrontan diversos retos en el proceso de convergencia, entre los que se incluye la necesidad de seguir mejorando la calidad institucional, reorientar sus economías hacia una producción más innovadora, revitalizar la inversión y garantizar su sostenibilidad, y abordar el impacto adverso del envejecimiento de la población. Aunque algunos de estos retos son más difíciles de abordar que otros mediante la aplicación de políticas específicas, los responsables de la política económica de cada país deberían centrar su atención en ellos para tratar de continuar —y posiblemente acelerar— el proceso de convergencia con la UE.

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

2 El impacto del programa de compras de bonos corporativos en los mercados de renta fija privada y en la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro

Roberto A. De Santis, André Geis, Aiste Juskaite y Lia Vaz Cruz

En este artículo se analiza el impacto del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) del BCE en los mercados de renta fija privada y en la financiación de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro, y se llega a la conclusión de que el CSPP ha producido una relajación significativa de las condiciones de financiación de las SNF de la zona del euro, con una reducción de los diferenciales de los bonos corporativos, una mejora de las condiciones de oferta en el mercado primario de renta fija privada y un aumento de los préstamos bancarios concedidos a las SNF que no tienen acceso a la financiación mediante bonos. La estructura operativa del CSPP, concretamente su flexibilidad y adaptabilidad, minimiza los posibles efectos negativos sobre el funcionamiento del mercado de renta fija privada.

1 Introducción

El CSPP forma parte del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del BCE y tiene por objeto relajar las condiciones de financiación de la economía real. En términos generales, el CSPP consiste en la adquisición, por parte del Eurosistema, de bonos denominados en euros con calificación de grado de inversión emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario (es decir, sociedades no financieras y empresas de seguros) establecidas en la zona del euro. El CSPP ayuda a las empresas de la zona a obtener un mejor acceso al crédito, impulsar la inversión, crear empleo y, por tanto, respaldar el crecimiento general de la economía. Esto constituye una condición indispensable para que la inflación vuelva a situarse, y se establezca, en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

El CSPP se anunció el 10 de marzo de 2016 y las compras comenzaron el 8 de junio de ese mismo año. En el momento del anuncio, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro era ligeramente negativa y el PIB real mostraba un crecimiento relativamente débil, con riesgos a la baja para las perspectivas. En marzo de 2016 el Consejo de Gobierno decidió adoptar un conjunto de medidas de política monetaria para cumplir su objetivo de estabilidad de precios, entre ellas: i) un nuevo recorte de los tipos de interés oficiales del BCE (el tipo aplicado a la facilidad de depósito se redujo en 10 puntos básicos, del -0,3 % al -0,4 %); ii) una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) a partir de junio de 2016, todas con vencimiento a cuatro años; iii) un incremento del volumen mensual de las compras netas de activos realizadas en el marco del APP (de 60 mm de euros a 80 mm de euros), y iv) el CSPP. Este amplio conjunto de medidas tenía como

objetivo aprovechar las sinergias entre los distintos instrumentos y se calibró para relajar adicionalmente las condiciones de financiación, estimular la concesión de nuevos créditos y, por ende, reforzar la recuperación económica y acelerar el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.

En su reunión del 26 de octubre de 2017, en la que se volvieron a calibrar las medidas del APP, el Consejo de Gobierno confirmó que está previsto que las compras efectuadas en el marco del APP continúen 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 un retorno a la estabilidad de precios. Asimismo, el Consejo de Gobierno anunció que el Eurosistema prevé que los volúmenes de adquisición de los tres programas de compra de activos del sector privado (el ABSPP, el CBPP y el CSPP) seguirán siendo considerables. En la actualidad, el valor contable de las tenencias de valores del CSPP por parte del Eurosistema se sitúa en torno a 150 mm de euros, lo que constituye alrededor del 6 % del APP total.

En el CSPP se admite una amplia variedad de bonos corporativos, incluidas emisiones de pequeña dimensión. El Eurosistema compra valores emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario en los mercados primario y secundario. Para poder ser adquiridos, los valores deben, como mínimo, estar admitidos como activos de garantía en las operaciones de financiación del Eurosistema. Esto significa que deben cumplir la exigencia de tener una calificación crediticia que corresponda, como mínimo, a la categoría 3 de calidad crediticia de la escala de calificación armonizada del Eurosistema (que equivale a una mejor calificación a largo plazo de entre las otorgadas por una institución externa de evaluación del crédito de al menos BBB-, es decir, grado de inversión). Además de ser admisibles como activo de garantía del BCE, los valores que se pueden comprar en el marco del CSPP deben estar denominados en euros²⁶, tener una vida residual mínima de seis meses y máxima de 31 años en el momento de la compra y su emisor ha de ser una empresa no perteneciente al sector bancario establecida en la zona del euro. Los valores emitidos por entidades de crédito no son admisibles. La ausencia de un volumen mínimo de emisión para que los instrumentos de deuda se admitan en el CSPP permite la adquisición de bonos de empresas de menor tamaño, que suelen emitir volúmenes reducidos de valores representativos de deuda. También se pueden comprar instrumentos de deuda admisibles con una rentabilidad negativa, siempre que esta sea superior al tipo de interés de la facilidad de depósito en el momento de la compra. El Eurosistema aplica a sus tenencias de cada valor un límite máximo del 70 % de la emisión²⁷.

En este artículo se analiza el impacto del CSPP en las condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro y sus implicaciones para el funcionamiento y las condiciones de liquidez de los

²⁶ Los instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera también se aceptan temporalmente como activo de garantía admisible.

²⁷ En casos específicos se aplican límites por emisión más bajos, por ejemplo, a valores emitidos por empresas públicas, cuyo tratamiento es coherente con el aplicado en el programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). En relación con las empresas públicas, el Eurosistema está obligado por la prohibición de financiación monetaria establecida en el artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE).

mercados de renta fija privada. En la sección 2 se examina el impacto del CSPP en la financiación de las empresas de la zona del euro mediante el análisis de los efectos de dicho programa sobre: i) los diferenciales de los bonos corporativos, ii) las emisiones en el mercado primario de renta fija, iii) la estructura de capital de las SNF de la zona del euro, y iv) las condiciones de financiación más amplias de las SNF. En la sección 3 se estudian los efectos del CSPP sobre el funcionamiento del mercado de renta fija privada de la zona del euro. Por último, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

4 Conclusiones

Desde que se anunció el CSPP el 10 de marzo de 2016, las condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro han mejorado notablemente. Los diferenciales de los bonos corporativos se han estrechado y las emisiones de estos valores han aumentado. Un amplio conjunto de estudios analíticos atribuye directamente a los efectos del programa una parte considerable de esta evolución. El CSPP también ha tenido efectos indirectos positivos sobre el entorno general de financiación de las empresas de la zona del euro. Las condiciones de financiación fuera de los mercados de renta fija privada han mejorado y se observan indicios de que el CSPP ha liberado capacidad en el balance de las entidades de crédito para que concedan préstamos a las empresas que no están admitidas en el programa. De hecho, aunque el programa parece haber contribuido a que las SNF admisibles recurran a la financiación mediante bonos en lugar de a la financiación bancaria, esto no se ha traducido en un descenso del crédito bancario otorgado al conjunto del sector.

Resulta tranquilizador que la evidencia de que el CSPP produce efectos secundarios adversos sobre la financiación empresarial y el funcionamiento de los mercados sea más bien escasa. En particular, la correcta ejecución del programa, que se sustenta en el ritmo flexible de las compras del Eurosistema y su adaptabilidad a la dinámica observada en el mercado primario, ha protegido el funcionamiento y las condiciones de liquidez de los mercados de renta fija privada. En conjunto, estas conclusiones respaldan la valoración de que el programa se aplica con éxito en condiciones de mercado cambiantes sin generar distorsiones en los mercados.

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

Jacopo Cimadomo, Sebastian Hauptmeier, Alessandra Anna Palazzo y Alexander Popov

En este artículo se analiza el concepto de compartición de riesgos (risk sharing), que generalmente se refiere al intento de los agentes económicos, como los hogares y las empresas, de asegurar su gasto en consumo frente a las fluctuaciones del ciclo económico de su país, es decir, tratan de «suavizar» los cambios que experimenta su consumo como consecuencia de perturbaciones económicas. Posteriormente se examina qué proporción de una perturbación económica en la zona del euro puede amortiguarse y se presenta una comparación con la situación en Estados Unidos. Si bien la comparación del grado de compartición de riesgos entre las dos regiones ha de realizarse teniendo en cuenta sus diferentes arquitecturas institucionales y políticas, la información económica que ofrece podría ser interesante. El artículo revela que, mientras que en la zona del euro no se amortiguó alrededor del 80 % de una perturbación en el crecimiento del PIB experimentada en un determinado país en el período 1999-2016, lo que se tradujo en notables diferencias en el crecimiento del consumo entre países, en Estados Unidos quedó sin amortiguar como máximo el 40 % de una perturbación en el PIB de un estado específico en el mismo período. En el artículo también se evalúa la importancia relativa de los principales canales de compartición de riesgos, es decir, los canales del crédito, del capital y fiscal, así como el papel de las instituciones europeas, y se muestra que, en la zona del euro, los riesgos se comparten principalmente a través del canal del capital, es decir, mediante las tenencias transfronterizas de activos financieros. Por último, el artículo presenta los resultados empíricos bajo la perspectiva del actual debate sobre la mejora de la arquitectura institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y hace un llamamiento a los países de la zona del euro para que reduzcan la vulnerabilidad de sus economías, de sus sectores bancarios y de sus finanzas públicas frente a perturbaciones macroeconómicas. En el artículo se explica que la eficiencia e integración de los mercados financieros son una condición indispensable para que la compartición de riesgos a través de canales privados sea efectiva en la eurozona. También se muestra cómo la zona del euro saldría beneficiada con una función de estabilización fiscal centralizada capaz de respaldar los estabilizadores económicos nacionales en presencia de grandes perturbaciones económicas, incrementando así la resistencia de la UEM.

Introducción

La experiencia con la Gran Recesión en la zona del euro ha desencadenado un debate continuado sobre las formas de aumentar la resistencia de la unión monetaria frente a perturbaciones económicas. Este debate tiene dos dimensiones: una nacional, que se ocupa de las reformas internas para mejorar la capacidad de cada país para absorber perturbaciones, por ejemplo, a través de reformas estructurales y de la creación de colchones fiscales, y una dimensión que abarca toda la zona del euro. En cuanto a esta última, la capacidad de resistencia de la

zona del euro en su conjunto podría verse respaldada por una compartición de riesgos entre países más efectiva.

El concepto de compartición internacional de riesgos suele referirse a la idea de que los países o los agentes económicos, como los hogares y las empresas, «comparten riesgos» para asegurarse frente a los sucesos adversos que afecten a sus economías. Por ejemplo, pueden invertir en otras economías que no se vean afectadas por dichos sucesos o recibir rentas de ellas. La literatura económica sugiere que los cambios inesperados en la renta y el consumo (denominados generalmente «perturbaciones») menoscaban el bienestar de una economía. Por tanto, los hogares, las empresas y el sector público pueden salir beneficiados si se aseguran frente a dichas perturbaciones mediante mecanismos «privados» y «públicos» que operan a nivel interjurisdiccional, es decir, entre estados o regiones de una federación (como Estados Unidos o Alemania) o a nivel internacional, es decir, entre diferentes países (por ejemplo, en la zona del euro). Los mecanismos privados actúan a través de dos canales principales. El primero, el «canal del ahorro» (también conocido como «canal del crédito»), opera mediante el ahorro/endeudamiento transfronterizo, es decir, el sector público, los hogares y las empresas pueden obtener financiación internacional (o interjurisdiccional) para sostener los niveles de consumo o de inversión ante perturbaciones adversas. No cabe duda de que, en principio, la oferta de crédito a una economía se ve menos afectada por perturbaciones en un país concreto cuando en dicha economía operan bancos internacionales. El segundo es el «canal de los mercados de capital», que discurre a través de carteras de inversión privada diversificadas a nivel internacional o interjurisdiccional, que pueden generar flujos de renta que no guardan relación con las fluctuaciones que experimente la economía de origen, siempre que esta y las demás economías no estén fuertemente interrelacionadas y, por tanto, tengan ciclos económicos similares. Un tercer canal «público» actúa por vía de las transferencias fiscales entre distintas regiones. Este canal suele estar bien desarrollado en federaciones maduras, en las que las transferencias del gobierno federal ayudan a suavizar el impacto de las perturbaciones a nivel estatal o regional.

La evidencia empírica sugiere que el grado de compartición de riesgos entre países en la zona del euro es menor que el observado en el caso de las regiones de federaciones, especialmente entre estados de Estados Unidos. La literatura empírica arroja tres resultados principales. El primero es que entre el 60 % y el 80 % de las perturbaciones que afectan a un estado específico se amortigua a través de los citados canales de compartición de riesgos en Estados Unidos, mientras que en los países de la zona del euro esta cifra no ha superado, en general, el 20 % desde la creación de la UEM²⁸. El segundo es que, en Estados Unidos, los riesgos se comparten principalmente a través de canales privados, siendo el canal de los mercados de capital el que representa el mayor porcentaje de amortiguación de

²⁸ Véanse, por ejemplo, «Quarterly Report on the Euro Area, Volume 15, No 1 (2016)», *Institutional Papers*, N.º 024, Comisión Europea, 2016, y C. Alcidi, P. D'Imperio, y G. Thirion, «Risk-sharing and Consumption-smoothing Patterns in the US and the Euro Area: A comprehensive comparison», *CEPS Working Document*, N.º 2017/04, mayo de 2017. Los resultados para la zona del euro pueden mostrar un mayor grado de absorción de perturbaciones cuando se considera solo el consumo privado, como en J. Cimadomo, O. Furtuna y M. Giuliadori, «Private and public risk sharing in the euro area», *Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

perturbaciones entre estados. El tercero es que las transferencias fiscales del presupuesto federal contribuyen significativamente a absorber las perturbaciones que experimenta un estado concreto en Estados Unidos (10 %-15 %), mientras que la arquitectura institucional de la zona del euro carece de una función de estabilización macroeconómica centralizada, por lo que la amortiguación a través de este canal en la zona es insignificante.

Mejorar la capacidad de la zona del euro para absorber perturbaciones es uno de los temas principales del «Informe de los cinco presidentes». El objetivo de este informe, elaborado por el presidente de la Comisión Europea, en estrecha cooperación con los presidentes de la Cumbre del Euro, del Eurogrupo, del BCE y del Parlamento Europeo, y publicado en julio de 2015, era trazar una hoja de ruta para mejorar la arquitectura institucional de la UEM en diversos ámbitos²⁹. En él se pone de relieve que «para que todas las economías se encuentren mejor permanentemente dentro de la zona del euro, también necesitan poder compartir el impacto de las perturbaciones económicas compartiendo los riesgos dentro de la UEM». Sin embargo, esto exigiría «una convergencia significativa y prolongada hacia economías con un grado de resistencia similar» para evitar transferencias permanentes y un debilitamiento de los incentivos para diseñar políticas sólidas en los distintos países.

En este artículo se ofrecen nuevas estimaciones del porcentaje de contribución de los canales del ahorro, del capital y fiscal a la compartición de riesgos que afectan al consumo, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. El análisis empírico se basa en una muestra que abarca el período comprendido entre 1999 y 2016. Para la zona del euro, examina el papel de las instituciones europeas y de la ayuda oficial en la compartición de riesgos y lo enlaza con el actual debate sobre la profundización de la UEM. El artículo aprovecha trabajos anteriores del BCE sobre indicadores de compartición de riesgos en la zona del euro, que se incluyen regularmente, desde 2016, en el informe anual sobre la integración financiera en Europa.

Conclusiones

A partir de la experiencia con la Gran Recesión ha surgido un consenso acerca de que la arquitectura institucional de la zona del euro necesita reformas que mejoren su capacidad para hacer frente a grandes perturbaciones económicas. En este contexto, la publicación del Informe de los cinco presidentes, titulado «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea», desencadenó un debate continuado en el ámbito de las políticas, así como en el mundo académico, sobre las formas de aumentar la resistencia económica de la UEM. Este debate se ha visto influido por las conclusiones de la literatura empírica que identifican y cuantifican los canales de compartición de riesgos dentro de federaciones y de la zona del euro. En esta literatura suele llegarse a la conclusión de que los riesgos se comparten en un grado más limitado en la zona del euro que en Estados Unidos. También se determina que

²⁹ Véase J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi, y M. Schulz, «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea», Comisión Europea, junio de 2015.

la mayor absorción de perturbaciones en este país es consecuencia, principalmente, de una compartición de riesgos más efectiva a través de los canales privados del crédito y de los mercados de capital. La compartición de riesgos por el canal fiscal también desempeña un papel más destacado en Estados Unidos, dada su diferente arquitectura institucional y política y, en particular, su abultado presupuesto federal.

En este contexto, en los últimos años se han dado pasos institucionales importantes para conseguir una auténtica Unión Económica y Monetaria en Europa. Primero, en 2012, se creó el Mecanismo Europeo de Estabilidad con el fin de proporcionar asistencia financiera condicionada a los países de la zona del euro solventes con problemas financieros. Después, en 2014, se puso en marcha la unión bancaria europea, construida a partir del Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución, que garantiza la aplicación coherente de la normativa bancaria de la UE, reduciendo así los riesgos del sector bancario relacionados, por ejemplo, con la exposición de los sistemas bancarios nacionales a su propio soberano.

De cara al futuro, se precisan más reformas, fundamentalmente en tres dimensiones: la primera, los países de la zona del euro han de aumentar su capacidad interna para hacer frente a perturbaciones macroeconómicas, en concreto reduciendo las vulnerabilidades de sus economías, sectores bancarios y finanzas públicas de una manera eficaz. Es necesario mejorar la resistencia económica mediante reformas estructurales que respalden el crecimiento potencial e incrementen la flexibilidad del mercado. En este contexto, el Informe de los cinco presidentes hace un llamamiento para conseguir «una convergencia significativa y prolongada del grado de resistencia de las economías» en la zona del euro, de forma que la compartición de riesgos se base en el principio del aseguramiento y no en las transferencias permanentes. Al mismo tiempo, los países de la zona deberían aprovechar el actual entorno económico favorable para crear colchones fiscales y recortar las ratios de deuda, en consonancia con las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esto será importante para resistir frente a perturbaciones económicas en el futuro.

En segundo lugar, la eficiencia e integración de los mercados financieros son una condición indispensable para que la compartición de riesgos a través de canales privados sea efectiva en la zona del euro. En este contexto, una verdadera unión de los mercados de capitales podría ayudar significativamente a diversificar y a reducir el riesgo. La Comisión Europea adoptó un plan de acción en 2015 que contiene una lista de medidas esenciales para asegurar fuentes de financiación más diversificadas para las empresas y lograr un verdadero mercado único de capitales en Europa. En su revisión intermedia del plan, llevada a cabo en junio de 2017, la Comisión señaló que se habían realizado avances en relación, entre otros aspectos, con el desarrollo de los mercados de capital riesgo y el mercado de titulaciones, así como con la mejora del acceso de las empresas a los mercados públicos. Al mismo tiempo, se comunicaron nuevas prioridades, por ejemplo, para reforzar la eficacia de la supervisión con el fin de acelerar la integración de los mercados, aprovechar el potencial de la tecnología financiera (*fintech*) y utilizar mejor los mercados de capitales para fortalecer la financiación y la estabilidad bancarias.

La culminación de la unión bancaria reducirá los riesgos para los contribuyentes y romperá el nexo restante entre las entidades de crédito y los gobiernos nacionales. Para conseguir un sistema bancario verdaderamente integrado y tener una moneda única es esencial contar con un sistema europeo de garantía de depósitos. Un mecanismo de respaldo común para el Fondo Único de Resolución —que podría facilitar el MEDE como se propone, por ejemplo, en la Comunicación de la Comisión Europea de diciembre de 2017³⁰ sobre la profundización de la UEM— reforzaría adicionalmente la unión bancaria. Un sistema europeo de garantía de depósitos, acompañado de un mecanismo de respaldo común, afianzaría la confianza de los depositantes en la unión bancaria en su conjunto, en particular al ofrecer protección incluso en el caso de grandes perturbaciones en el sector bancario de un determinado país (o a parte de él)³¹. Romper el nexo entre las entidades de crédito y los emisores soberanos también exigirá medidas para reducir el sesgo nacional de las tenencias de deuda soberana de los bancos. Se han presentado diversas propuestas en este sentido, que van desde sanciones regulatorias por la concentración de exposiciones soberanas, hasta una reforma más general del tratamiento regulatorio de estas exposiciones³². El informe de la High-Level Task Force on Safe Assets de la Junta Europea de Riesgo Sistémico sugiere que la creación de un activo de bajo riesgo a nivel de la zona del euro podría ayudar a debilitar el nexo entre las entidades de crédito y los emisores soberanos³³. Todas estas propuestas han de ser evaluadas detenidamente, entre otras cosas, en lo que respecta a su impacto sobre la estabilidad financiera de la zona del euro.

En tercer lugar, la zona del euro saldría beneficiada con una función de estabilización fiscal centralizada capaz de respaldar los estabilizadores económicos nacionales en presencia de grandes perturbaciones económicas, incrementando así la resistencia de la UEM. Esta capacidad fiscal podría implantarse en la zona del euro de muchas formas, por ejemplo, mediante un sistema de prestaciones por desempleo o un presupuesto de la zona del euro para inversión. Cada una de estas opciones conlleva sus propios desafíos y ventajas de carácter técnico y político. No obstante, será fundamental maximizar los efectos positivos sobre el funcionamiento de la UEM, manteniendo al mismo tiempo los incentivos para la elaboración de políticas fiscales sólidas y subsanando las debilidades estructurales a nivel nacional. El objetivo no debería ser incidir de manera activa sobre los ciclos económicos nacionales ni igualar los ingresos. Este enfoque es coherente con los principios del diseño descritos en el Informe de los cinco presidentes, que establece que una capacidad fiscal no debería dar lugar a transferencias permanentes en una sola dirección.

Por último, es probable que el avance hacia la unión fiscal y una unión financiera más sólida en la zona del euro se refuercen mutuamente. Unos mercados de

³⁰ Véase «[Nuevos pasos hacia la plena realización de la Unión Económica y Monetaria europea: una hoja de ruta](#)», Comunicación de la Comisión Europea al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo y al Banco Central Europeo, 6 de diciembre de 2017.

³¹ Véase «[Financial Integration in Europe](#)», BCE, 2016.

³² Véase «[ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures](#)», Junta Europea de Riesgo Sistémico, marzo de 2015.

³³ Véase el volumen 1 del informe de la High-Level Task Force on Safe Assets de la JERS, «[Sovereign bond-backed securities: a feasibility study](#)», Junta Europea de Riesgo Sistémico, enero de 2018.

capitales más eficientes, por ejemplo, reducirían la necesidad de estabilización por otros canales, como la política fiscal y monetaria. Asimismo, la unión fiscal y unas instituciones europeas comunes más fuertes potenciarían las actividades financieras transfronterizas.

[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. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

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

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 25 de abril de 2018.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-18-003-ES-N (edición electrónica)