

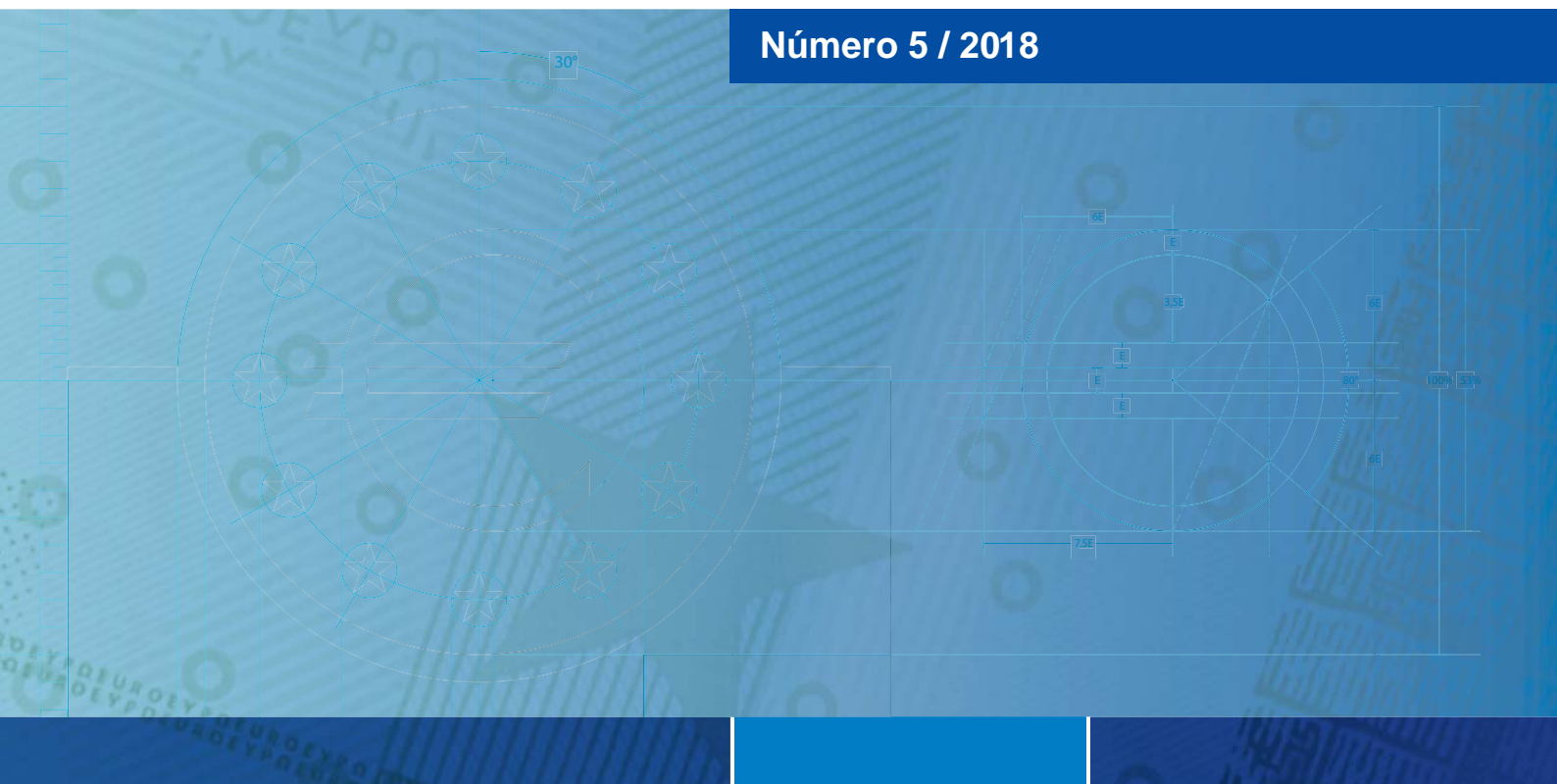


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 5 / 2018



# Índice

<b>Índice</b>	<b>1</b>
<b>Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria</b>	<b>2</b>
Resumen	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	10
3 Actividad económica	13
4 Precios y costes	18
5 Dinero y crédito	21
<b>Recuadros</b>	<b>26</b>
1 Los desequilibrios de China: ¿corre peligro el crecimiento en caso de desaceleración del mercado de la vivienda?	26
2 Evolución cíclica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro	31
3 Sincronización del crecimiento en los países de la zona del euro	37
4 El papel de los salarios en el repunte de la inflación	42
5 Evolución de la concesión de préstamos hipotecarios en la zona del euro	47
6 Recomendaciones específicas por país relativas a las políticas económicas en el marco del Semestre Europeo de 2018	51
<b>Artículos</b>	<b>58</b>
1 Evolución de las prácticas de rendición de cuentas del BCE durante la crisis	58
2 Medición de la fragmentación del mercado interbancario a un día sin garantía de la zona del euro desde la perspectiva de la transmisión de la política monetaria	62
3 El consumo privado y sus determinantes en la expansión económica actual	65

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

La información disponible desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada el 14 de junio indica que la economía de la zona del euro avanza por una senda de crecimiento sólido y generalizado<sup>1</sup>. La incertidumbre relacionada con factores globales, especialmente la amenaza del proteccionismo, sigue siendo elevada y continúa siendo necesario vigilar el riesgo de persistencia de un alto grado de volatilidad en los mercados financieros. Con todo, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados. La fortaleza subyacente de la economía ha confirmado la confianza del Consejo de Gobierno en que la convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo continuará durante los próximos meses y que se mantendrá incluso después de la desactivación gradual de las compras netas de activos. No obstante, todavía es necesario un estímulo monetario notable para propiciar un nuevo aumento de las presiones inflacionistas internas y respaldar la evolución de la inflación general en el medio plazo. Este apoyo seguirá procediendo de las compras netas de activos hasta el final del año, del considerable volumen de activos adquiridos y de las reinversiones asociadas, así como de la política de *forward guidance* sobre los tipos de interés oficiales del BCE. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos cuando corresponda con el fin de asegurar que la inflación continúa avanzando de forma sostenida hacia su objetivo.

El ritmo de crecimiento de la economía mundial continuó siendo sostenido en el segundo trimestre de 2018, aunque los riesgos a la baja relacionados con los aranceles siguieron siendo elevados. Además, los indicadores de comercio mundial experimentaron una pérdida de impulso. Las condiciones financieras se han endurecido ligeramente para las economías emergentes, pero, en general, se mantienen favorables en las economías avanzadas.

En la zona del euro, los rendimientos de la deuda soberana han disminuido desde la reunión del 14 de junio, como consecuencia de la menor volatilidad observada en los mercados de deuda soberana y de la caída de los tipos de interés sin riesgo. Los precios de las acciones experimentaron una corrección en un contexto de crecientes tensiones comerciales. En los mercados de divisas, el euro se apreció, en general, en cifras ponderadas por el comercio.

Los indicadores económicos más recientes se han estabilizado y siguen apuntando a un crecimiento sólido y generalizado, aunque a un ritmo más lento que en 2017. Esta moderación refleja un retroceso desde los niveles muy elevados de crecimiento

---

<sup>1</sup> Teniendo en cuenta la información disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno del 26 de julio de 2018.

registrados el año pasado y está relacionada fundamentalmente con el menor dinamismo del comercio exterior, anteriormente muy vigoroso, a lo que hay que sumar un aumento de la incertidumbre y algunos factores transitorios y de oferta a escala interna y global. El consumo privado sigue sustentándose 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 se ve favorecida por unas condiciones de financiación benignas, la mejora de la rentabilidad de las empresas y la fortaleza de la demanda. La inversión residencial se mantiene sólida. Por otro lado, se espera que continúe la expansión generalizada de la demanda mundial, lo que proporcionará impulso a las exportaciones de la zona del euro.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se incrementó hasta el 2 % en junio, desde el 1,9 % registrado en mayo, debido fundamentalmente a la subida de los precios de la energía y de los alimentos. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno al nivel actual durante el resto del año. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, han aumentado desde los mínimos registrados anteriormente. Las presiones de costes de origen interno están intensificándose y generalizándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de aumento de las tensiones en los mercados de trabajo. La incertidumbre acerca de las perspectivas de inflación está disminuyendo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente repunte hacia finales de año y que, a partir de entonces, aumente de forma gradual en el medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica, la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y el mayor crecimiento de los salarios.

El análisis monetario indica que el crecimiento del agregado monetario amplio volvió a aumentar en junio de 2018, después de experimentar una desaceleración gradual desde el último máximo alcanzado en septiembre de 2017. La recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado prosigue, impulsada principalmente por los préstamos a las sociedades no financieras. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2018 sugiere que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por la relajación de los criterios de aprobación del crédito y por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamos. Se estima que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro ha aumentado de nuevo, mientras que los costes de financiación de las sociedades no financieras han continuado siendo favorables.

Teniendo en cuenta los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno confirmó que sigue siendo necesario un amplio grado de acomodación monetaria para que continúe la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

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 al

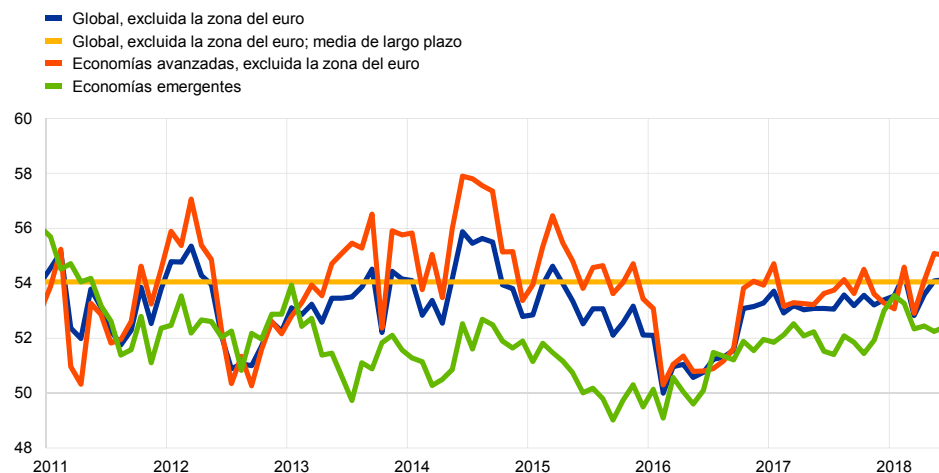
menos hasta el verano de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que el Eurosistema continuará realizando adquisiciones netas en el marco del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) al ritmo actual de 30 mm de euros mensuales hasta el final de septiembre de 2018. El Consejo de Gobierno anticipa que, con posterioridad a septiembre, siempre que los nuevos datos confirmen sus perspectivas de inflación a medio plazo, el ritmo mensual de las compras netas de activos se reducirá a 15 mm de euros hasta el final de diciembre de 2018, y que las compras netas cesarán a partir de entonces. Asimismo, el Consejo de Gobierno tiene intención de reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco de este programa según vayan venciendo, durante un período prolongado tras el final de las compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para preservar unas condiciones de liquidez favorables y un elevado grado de acomodación monetaria.

**Los indicadores de opinión globales continúan señalando que el ritmo de crecimiento fue sostenido en el segundo trimestre de 2018.** El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, mejoró ligeramente de nuevo en junio (véase gráfico 1) y alcanzó su nivel más alto de los cuatro últimos meses, ya que el repunte continuado del sector servicios compensó con creces la modesta desaceleración observada en las manufacturas. En términos intertrimestrales, el PMI correspondiente al segundo trimestre de 2018 se situó algo por encima de la media del trimestre anterior. En junio, el PMI compuesto de producción retrocedió moderadamente en Estados Unidos con respecto a mayo, mientras que en Japón y en el Reino Unido aumentó. En las economías emergentes, ese mes, este índice se incrementó en China y se recuperó notablemente en la India, al tiempo que la tasa de expansión se redujo en Rusia y en Brasil.

### 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 junio de 2018. «Media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y junio de 2018.

**Al mismo tiempo, los riesgos a la baja para la economía mundial se han intensificado, en un entorno de adopción de medidas y de amenazas de aumentos de los aranceles por parte de Estados Unidos, así como de posibles represalias de los países afectados.** La primera subida de los aranceles estadounidenses a las importaciones chinas entró en vigor el 6 julio, y está previsto introducir más aranceles, al tiempo que las autoridades chinas también comunicaron su intención de tomar medidas de represalia. Simultáneamente comenzaron a aplicarse las medidas adoptadas por la Unión Europea y Canadá en represalia por los aranceles impuestos previamente sobre el acero y el aluminio. La Administración de Estados Unidos también inició una nueva investigación sobre las importaciones de automóviles y de componentes de automóviles, que, en caso de culminar en la adopción de medidas proteccionistas, podría afectar especialmente a Canadá,

Japón, México y Corea del Sur, así como a importantes economías de la Unión Europea. La complejidad de las cadenas de producción podría amplificar aún más los efectos adversos del proteccionismo para la economía mundial. En conjunto, si todas las amenazas de medidas se hicieran realidad, el arancel medio aplicado por Estados Unidos aumentaría hasta niveles no observados en los últimos 50 años. Estas circunstancias constituyen un importante riesgo para las perspectivas de comercio y actividad mundiales a corto y a medio plazo.

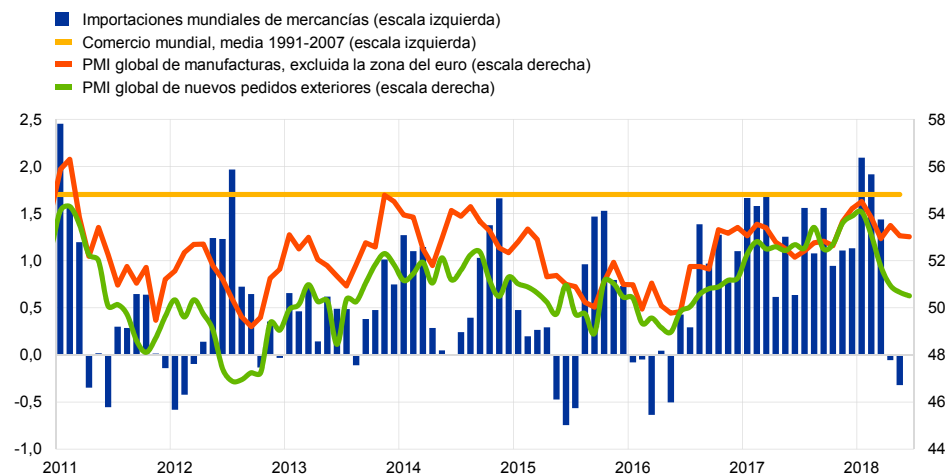
**Las condiciones financieras globales siguen siendo, en general, favorables, pero se han endurecido ligeramente para las economías emergentes.** En líneas generales, la orientación de la política monetaria en las economías avanzadas continúa siendo acomodaticia. En Estados Unidos, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal incrementó los tipos de interés oficiales en junio, en línea con las expectativas. En un contexto de aumento de la inflación y de crecientes tensiones en el mercado de trabajo, la Reserva Federal revisó también su previsión sobre la senda del tipo de interés de los fondos federales hasta un total de cuatro subidas en 2018, frente a las tres esperadas anteriormente. Las renovadas tensiones comerciales a escala mundial y la apreciación del dólar estadounidense se tradujeron en un leve endurecimiento de las condiciones de financiación para las economías emergentes. En China, las cotizaciones bursátiles también experimentaron una caída y el renminbi tuvo que hacer frente a algunas presiones depreciatorias. En conjunto, la volatilidad aumentó en los mercados de renta variable internacionales y los precios de las acciones de los sectores de automoción y tecnológico se vieron sometidas a presiones a la baja. En el Reino Unido, los tipos de interés oficiales no se han modificado, mientras que el Banco de Japón mantiene los rendimientos a diez años en niveles próximos a cero, en consonancia con su programa para controlar la curva de rendimientos. Entre las economías emergentes, Rusia y Brasil han mantenido los tipos oficiales sin variación en los últimos meses, mientras que en Turquía y Argentina se incrementaron sustancialmente en mayo y junio, en un contexto de fuertes tensiones en los mercados financieros. China ha seguido endureciendo las condiciones financieras internas para abordar los riesgos del sistema financiero.

**Los indicadores de comercio mundial experimentaron una pérdida de impulso.** Los datos mensuales sobre comercio registraron una desaceleración significativa y generalizada en todos los países. Las importaciones mundiales de mercancías descendieron en abril y mayo de 2018, revirtiendo el acusado crecimiento del primer trimestre, y el PMI global de nuevos pedidos exteriores retrocedió durante los cinco meses transcurridos hasta junio (véase gráfico 2). Otros indicadores de comercio también se han debilitado, entre ellos los relacionados con las cadenas globales de valor. En general, estos indicadores apuntan a que el comercio disminuyó en el segundo trimestre de 2018.

## 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 mayo de 2018 para las importaciones mundiales de mercancías y a junio de 2018 para los PMI.

**La inflación mundial se incrementó en mayo.** Ese mes, la inflación interanual de los precios de consumo aumentó hasta situarse en el 2,6 % en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Este incremento estuvo impulsado por los precios de la energía, mientras que los precios de los alimentos descendieron ligeramente. Si se excluyen los precios de la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE avanzó marginalmente y se situó en el 2 %. Se espera que la inflación continúe aumentando en el corto plazo como consecuencia de la recuperación de los precios del petróleo. A más largo plazo, también se espera que la disminución gradual de la capacidad productiva sin utilizar sostenga la inflación subyacente.

**Los precios del petróleo se han mantenido prácticamente estables, en un contexto de cierta volatilidad.** Los precios del Brent subieron gradualmente de unos 75 dólares estadounidenses por barril a mediados de junio a 78 dólares el 10 de julio, antes de descender hasta 73 dólares por barril el 20 de julio. El efecto sobre los precios del crudo asociado al anuncio de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) el 22 de junio de su intención de incrementar la oferta ha sido relativamente limitado hasta ahora. Aunque los mercados habían anticipado un aumento de la producción de un millón de barriles diarios, las restricciones de capacidad en muchos países miembros de la OPEP apuntan a un aumento menor de la oferta de crudo en el corto plazo. Además, en julio, los precios del petróleo se vieron impulsados por la fuerte demanda de esta materia prima a escala mundial, las tensiones geopolíticas relacionadas con Irán y las turbulencias políticas en Venezuela y en Libia. Más recientemente, los precios del crudo han experimentado una ligera caída. Los precios de las materias primas no energéticas han descendido alrededor de un 8 % desde mediados de junio, un 8 % en el caso de los alimentos y un 9 % en el de los metales. Los precios de los alimentos disminuyeron como consecuencia de la abundante oferta resultante de unas



condiciones meteorológicas benignas en Norteamérica y de la preocupación de que las crecientes amenazas proteccionistas también afecten a las materias primas alimenticias, en especial a la soja. La reducción de los precios de los metales puede explicarse, en parte, por la menor demanda de China y por la inquietud sobre la posibilidad de que se produzca una guerra comercial.

**Las perspectivas de actividad económica en Estados Unidos siguen siendo sólidas, pero en las empresas ha aumentado la preocupación en torno a los aranceles.** El PIB real avanzó a una tasa anualizada del 2 % en el primer trimestre de 2018. Pese a que la actividad experimentó una ligera desaceleración, las perspectivas a corto plazo para este país siguen siendo firmes, respaldadas por unos fundamentos sólidos y por la significativa expansión fiscal procíclica. En concreto, la confianza de los consumidores se sitúa en máximos cíclicos, y los recortes de impuestos deberían sostener en mayor medida la demanda interna, incluso si la reciente subida de los precios de la gasolina moderase ligeramente los efectos positivos de la expansión fiscal. Al mismo tiempo, se dispone de evidencia anecdótica procedente de encuestas regionales de manufacturas que sugiere que a las empresas estadounidenses les preocupa el impacto de una posible nueva escalada de las tensiones comerciales, lo que podría afectar a su gasto en inversión. El mercado de trabajo continuó creando empleo a un ritmo vigoroso y los indicadores siguen apuntando a un endurecimiento de las condiciones, al tiempo que el crecimiento de los salarios se mantiene moderado. La inflación interanual, medida por el índice de precios de consumo (IPC), alcanzó su nivel más elevado desde 2012 y se situó en el 2,9 % en junio, mientras que, si se incluyen la energía y los alimentos, se incrementó hasta el 2,3 %.

**En Japón se espera que la economía se recupere de la ligera contracción del primer trimestre de 2018, aunque las perspectivas están sujetas a un grado creciente de incertidumbre.** Los indicadores económicos sugieren que en el segundo trimestre volvió a registrarse un crecimiento positivo de la actividad, recuperándose de la primera contracción del PIB registrada en dos años. Sin embargo, las perspectivas están sujetas a una incertidumbre creciente. Se espera que las intensas precipitaciones que se produjeron en la parte occidental del país a principios de julio lastren la actividad económica, ya que varias grandes empresas manufactureras tuvieron que cerrar sus plantas de producción por los graves daños causados en las infraestructuras de la región. Además, una nueva escalada de las tensiones comerciales podría afectar de forma significativa a la economía japonesa, sobre todo si aumentan los aranceles a las importaciones de automóviles y de componentes, que representan una tercera parte de las exportaciones de Japón a Estados Unidos. Un nuevo endurecimiento de las condiciones en el mercado de trabajo parece estar propiciando una transición a una mayor seguridad del empleo, en un contexto de aceleración gradual del salario base y de una inflación que todavía se mantiene en niveles moderados. La inflación interanual medida por el IPC permaneció estable, —en el 0,7, % en junio—, aunque la inflación subyacente continuó siendo baja, y el IPC, excluidos los alimentos y la energía, fue del 0 %.

**En el Reino Unido, la caída que experimentó el crecimiento del PIB durante el primer trimestre de 2018 se considera temporal.** La tercera estimación del

crecimiento del PIB para el primer trimestre incluyó una revisión al alza de 0,1 puntos porcentuales, hasta el 0,2 %, principalmente como consecuencia de la revisión al alza del componente de demanda exterior neta, que también condujo a una nueva reducción del déficit comercial del país. Los últimos indicadores PMI y las cifras mensuales sobre el PIB del Reino Unido más recientes sugieren que este se recuperó en el segundo trimestre, aunque los indicadores coyunturales para el sector manufacturero orientado a la exportación señalan unas perspectivas menos optimistas. Esto es acorde con un entorno de mayor incertidumbre, en particular en torno a los resultados de las negociaciones sobre la salida del país de la Unión Europea en marzo de 2019. La inflación se estabilizó en el 2,4 % en mayo, sin variación con respecto a abril, ya que las fluctuaciones del tipo de cambio han contribuido a compensar las recientes subidas de los precios del petróleo.

**En China, el crecimiento del PIB se moderó ligeramente en el segundo trimestre de 2018, mientras que en los mercados financieros se registraron presiones a la baja.** El PIB real aumentó un 6,7 %, en tasa interanual, en el citado trimestre, en línea con las expectativas de los mercados de desaceleración de la actividad económica. Hasta ahora, la actual campaña para promover el desapalancamiento estructural se ha centrado en el sector bancario, pero está empezando a repercutir en la economía en su conjunto y está afectando a las pautas de inversión. En particular, la inversión en infraestructuras cayó porque los canales de financiación se endurecieron, aunque la inversión inmobiliaria y en manufacturas se recuperó (véase el recuadro 1, titulado «Los desequilibrios de China: ¿corre peligro el crecimiento en caso de desaceleración del mercado de la vivienda?», en este Boletín Económico). Los valores de renta variable y los mercados de divisas chinos se han visto sometidos a presiones recientemente, reflejando tanto los temores de una escalada de las tensiones comerciales como una ralentización del crecimiento. Las presiones de precios repuntaron en junio, y la inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 1,9 %.

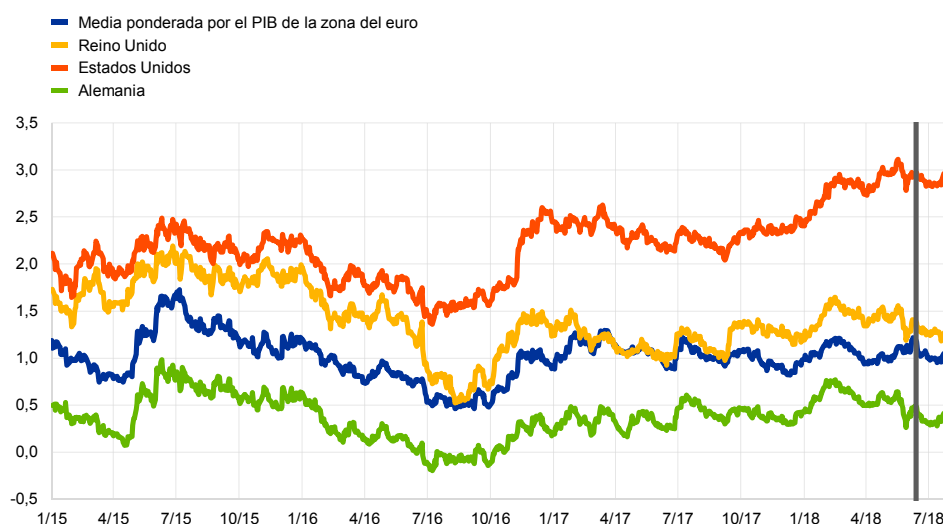
## 2 Evolución financiera

**Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han disminuido desde finales de junio (véase gráfico 3).** En el período de referencia (del 14 de junio al 25 de julio de 2018), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 7 puntos básicos, hasta el 1,04 %, en un contexto de moderación de las tensiones en los mercados de deuda soberana y de caída de los tipos de interés sin riesgo. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de Italia, Portugal y Francia con respecto a la deuda pública alemana a diez años descendieron, mientras que los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo retrocedieron hasta el 1,27 % en el Reino Unido y se incrementaron ligeramente en Estados Unidos, donde se situaron en el 2,98 %.

### 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 (14 de junio de 2018). La última observación corresponde al 25 de julio de 2018.

**Los diferenciales de rendimientos de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro experimentaron escasas variaciones durante el período considerado.** En comparación con los niveles de finales de junio, 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 no se modificó y se mantuvo en 57 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda con calificación de grado de inversión del sector financiero aumentaron ligeramente (4 puntos básicos), hasta situarse en unos 84 puntos básicos. Pese a los incrementos de los rendimientos registrados en la primera mitad de 2018, los diferenciales de los valores de renta fija privada continuaron situados considerablemente por debajo (50-60 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 experimentaron una corrección, en un contexto de crecientes tensiones comerciales.**

Las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro retrocedieron en torno a un 2 % durante el período de referencia, en un entorno de aumento de las tensiones comerciales. Sin embargo, las expectativas de sólidos beneficios empresariales continuaron sosteniendo las cotizaciones de la zona del euro, reflejando la mejora generalizada del entorno macroeconómico de la zona. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y del sector financiero de Estados Unidos se incrementaron un 1,9 % y un 2,3 %, respectivamente, durante el período analizado. Pese a las tensiones comerciales, las expectativas de los mercados acerca de la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en el futuro se mantuvieron en niveles comparativamente bajos, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, y siguieron registrando tasas anualizadas (13,5 % y 12,3 %, respectivamente) relativamente reducidas desde una perspectiva histórica.

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) permaneció, en promedio, en torno a –36 puntos básicos durante el período considerado.** El exceso de liquidez se redujo unos 70 mm de euros, hasta alrededor de 1.817 mm de euros, debido a que el efecto de absorción de liquidez causado por el incremento de los factores autónomos netos y la liquidación de los reembolsos voluntarios de la financiación obtenida en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico contrarrestaron con creces la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema<sup>2</sup>.

**La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja durante el período analizado.** Los participantes en los mercados revisaron a la baja sus expectativas relativas a los tipos de interés para los horizontes más largos. La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a octubre de 2020, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés se mantendrán en niveles negativos durante un período prolongado.

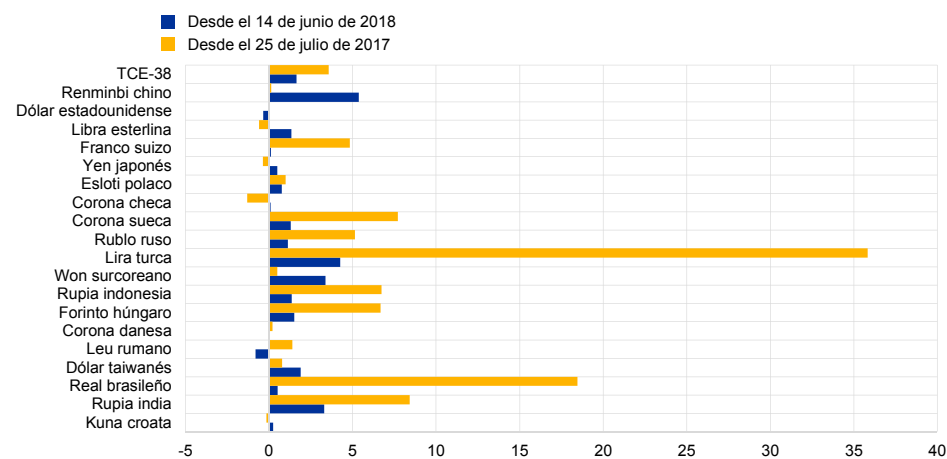
**En los mercados de divisas, el euro se apreció, en general, en cifras ponderadas por el comercio (véase gráfico 4).** Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se apreció un 1,6 %. En términos bilaterales, la moneda única prácticamente no experimentó cambios frente al dólar estadounidense, al tiempo que se apreció frente a las demás monedas importantes, como el renminbi chino (5,4 %), la libra esterlina (1,3 %) y el yen japonés (0,5 %), en un entorno de expansión económica en la zona del euro. Del mismo modo, el euro se fortaleció frente a las monedas de los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excepto el leu rumano, así como frente a las de las principales economías emergentes.

<sup>2</sup> En junio de 2018, las entidades de crédito reembolsaron voluntariamente unos 11 mm de euros de la segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II) y unos 3,5 mm de euros de la primera serie (TLTRO-I).

## 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 25 de julio de 2018.

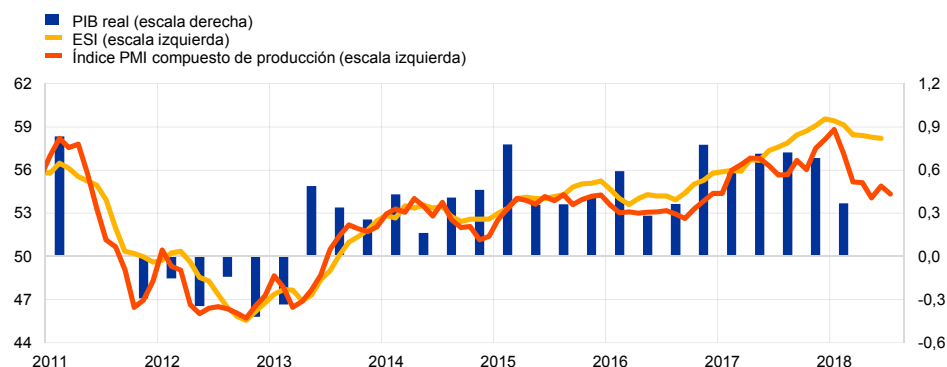
### 3 Actividad económica

**Aunque los últimos datos disponibles señalan una pérdida de impulso tras el crecimiento muy fuerte observado en 2017, se espera que el patrón de expansión sólida y generalizada continúe en la zona del euro.** El PIB real aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2018, después de registrar un avance del 0,7 % en los cinco trimestres anteriores (véase gráfico 5). La demanda interna y la variación de existencias contribuyeron positivamente al resultado del primer trimestre, mientras que la demanda exterior neta tuvo un ligero efecto moderador sobre el avance del PIB. Aunque los indicadores económicos —y, especialmente, los resultados de las encuestas— se contrajeron durante la primera mitad de este año, se mantienen en niveles muy elevados. En conjunto, esta evolución sugiere que el crecimiento seguirá siendo vigoroso en el segundo y tercer trimestre del año. El reciente fortalecimiento del crecimiento ha coincidido con una reducción generalizada de su dispersión en los países de la zona del euro (véase recuadro 3).

#### 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 primer trimestre de 2018 para el PIB real, a junio de 2018 para el ESI y a julio de 2018 para el índice PMI.

#### El crecimiento del empleo mantuvo su pujanza en el primer trimestre del año.

Ese trimestre, el empleo aumentó de nuevo, un 0,4 % en tasa intertrimestral, y se sitúa un 1,9 % por encima del máximo anterior a la crisis alcanzado en el primer trimestre de 2008. El empleo continúa creciendo en la mayoría de los países de la zona del euro y el avance es generalizado en los distintos sectores. Con este último incremento, el empleo en la zona del euro ha aumentado, en términos acumulados, en 8,4 millones de personas desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2013. El fuerte incremento del empleo observado durante la expansión económica fue acompañado de un número prácticamente inalterado de las horas medias trabajadas, lo que sobre todo refleja el impacto de diversos factores estructurales (como la gran proporción de trabajadores a tiempo parcial sobre el empleo total). En el primer trimestre de 2018 se produjo un ligero descenso en las horas medias

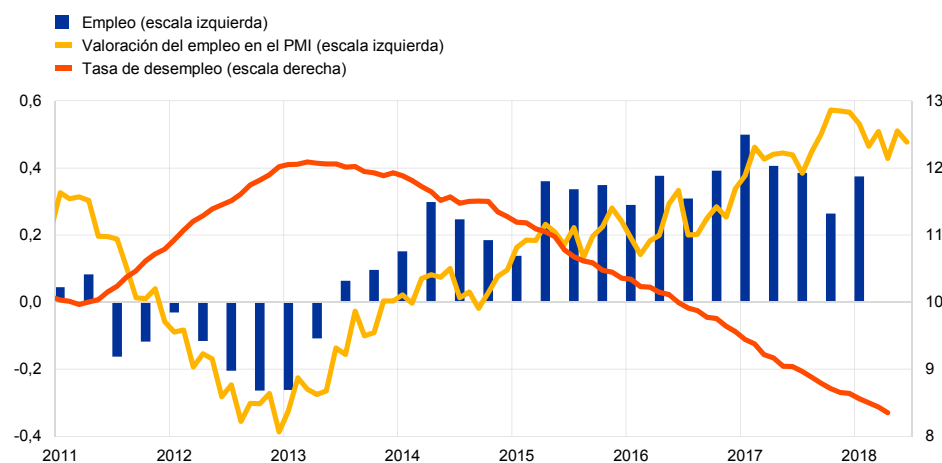
trabajadas, probablemente como consecuencia, al menos en parte, del impacto de algunos factores transitorios, como bajas por enfermedad y huelgas<sup>3</sup>.

**De cara al futuro, los indicadores de corto plazo apuntan a que el mercado de trabajo mantendrá su fortaleza en los próximos trimestres.** La tasa de paro de la zona del euro volvió a descender, hasta situarse en el 8,4 % en mayo (véase gráfico 6), el nivel más bajo observado desde diciembre de 2008. Al mismo tiempo, el indicador amplio de la infrautilización del trabajo también siguió reduciéndose<sup>4</sup>. Los indicadores de opinión han registrado cierta moderación desde niveles muy elevados, pero siguen señalando un crecimiento continuado del empleo en el segundo y tercer trimestre de 2018. En algunos países y sectores se observan más señales de escasez de mano de obra.

### Gráfico 6

Empleo en la zona del euro, valoración del empleo en el índice de directores de compras (PMI) y desempleo

(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 primer trimestre de 2018 para el empleo, a julio de 2018 para el índice PMI y a mayo de 2018 para la tasa de desempleo.

**El aumento de la renta de los hogares respaldó el crecimiento del consumo privado.** La tasa de crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares se incrementó hasta situarse en el 1,8 % en el primer trimestre de 2018, desde el 1,5 % registrado en el último trimestre de 2017. En el primer trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, tras crecer a un ritmo más lento en el cuarto trimestre de 2017. Este resultado parece reflejar un fuerte avance del consumo de servicios, mientras que el de bienes se habría incrementado a un ritmo menor que en el último trimestre del año pasado. En términos interanuales, el consumo creció un 1,5 % en el primer trimestre de 2018, lo que representa una ligera mejora con respecto al cuarto trimestre del año pasado, en el que experimentó un alza del 1,4 %. La tasa de variación interanual del ahorro

<sup>3</sup> Véase el recuadro 2, titulado «La reciente desaceleración del crecimiento del producto de la zona del euro refleja factores cíclicos y transitorios», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

<sup>4</sup> Véase el recuadro 3, titulado «Medidas del grado de holgura de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2018.

aumentó entre el cuarto trimestre de 2017 y el primer trimestre de 2018. Sin embargo, la tasa de ahorro (expresada en media móvil de cuatro trimestres) se mantuvo prácticamente sin variación en el 12 % en el primer trimestre, algo por encima del mínimo del 11,9 % registrado en el tercer trimestre de 2017.

**Se espera que la mejora del empleo continúe sustentando el fuerte crecimiento del consumo privado.** Mientras que los datos recientes sobre el comercio minorista y las matriculaciones de automóviles apuntan a un crecimiento continuado, —aunque relativamente más lento—, del gasto en consumo en el segundo trimestre de este año, otros indicadores corroboran la idea de que el consumo continuó mostrando un sólido dinamismo. Los resultados de las encuestas más recientes señalan mejoras en el mercado de trabajo que deberían seguir impulsando la renta agregada y, por tanto, el gasto en consumo. El descenso de la tasa de paro aumenta no solo la renta de los que encuentran un nuevo empleo, sino también la renta futura esperada de los que ya están trabajando y afrontan un menor riesgo de desempleo. Además, la riqueza neta de los hogares siguió registrando tasas de crecimiento robustas en el primer trimestre de 2018, favoreciendo aún más el consumo privado. En conjunto, estos factores explican por qué la confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados próximos al máximo histórico alcanzado en mayo del año 2000. Para una descripción más completa de la evolución reciente del consumo, véase el artículo 3 en este Boletín Económico.

**Aunque el avance de la inversión se moderó en el primer trimestre de 2018, los indicadores de corto plazo siguen apuntando a un crecimiento vigoroso.** El incremento intertrimestral de la inversión (0,3 %) en el primer trimestre de este año tuvo su origen en un aumento, —del 1,3 %—, de la inversión en construcción, mientras que la inversión, excluida la construcción, se redujo en un 0,3 %. Este descenso reflejó fundamentalmente la caída de la inversión en maquinaria y en material de transporte. Por lo que se refiere al segundo trimestre de 2018, los indicadores de corto plazo señalan un crecimiento continuado, aunque algo más débil. Por ejemplo, en abril y mayo, los datos mensuales sobre la producción de bienes de equipo se situaron, en promedio, un 1 % por encima del nivel medio del primer trimestre del año, en el que registraron un descenso del 2,1 % en tasa intertrimestral. Además, las condiciones en el sector de bienes de equipo, como la estabilización de la utilización de la capacidad y del número de pedidos, así como la reducción de los niveles de confianza y de demanda —aunque siguen siendo elevados—, indican que, en conjunto, la inversión, excluida la construcción, seguirá creciendo. Por lo que respecta a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de la construcción hasta mayo apuntan a que, en el segundo trimestre de 2018, esta siguió creciendo, aunque se moderó. En general, los indicadores de opinión correspondientes al sector de la construcción confirman esta evolución.

**Se espera que la inversión siga creciendo a un ritmo sólido.** La inversión continúa viéndose respaldada por 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 primer trimestre de 2018, los márgenes empresariales (medidos como la ratio entre el excedente neto de explotación y el valor añadido) se mantienen próximos al



nivel más alto registrado desde principios de 2009. Asimismo, las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro siguen respaldando la inversión, aunque se han moderado ligeramente. 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 dinamismo de la inversión en construcción y vivienda puede estar desacelerándose, todavía es positivo. Se espera que el incremento de la renta disponible de los hogares y unas condiciones de concesión del crédito muy favorables continúen sosteniendo la demanda en la construcción.

**El crecimiento del comercio en la zona del euro siguió siendo moderado a principios del segundo trimestre de 2018.** Las exportaciones nominales de bienes de la zona del euro en abril y mayo confirman el débil ritmo de crecimiento observado en el primer trimestre, con una reducción intermensual del 0,6 %. Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro disminuyeron en prácticamente todos los destinos, sobre todo las dirigidas al Reino Unido. En abril, las importaciones en términos nominales de la zona del euro registraron un incremento intermensual del 1,5 % y en mayo permanecieron estables. Los indicadores de opinión sobre nuevos pedidos en el sector manufacturero mundial y en la zona del euro se mantuvieron básicamente estables en junio y apuntan a que las exportaciones de la zona continuarán moderándose en el próximo trimestre, mientras que los indicadores cuantitativos, como los nuevos pedidos en el citado sector fuera de la zona del euro, mostraron señales de mejora en abril y en mayo.

**En conjunto, los indicadores económicos más recientes sugieren que el crecimiento seguirá siendo sólido.** La producción industrial (excluida la construcción) experimentó un avance relativamente fuerte en mayo. Pese a ello, en abril y en mayo la producción se situó, en promedio, un 0,2 % por debajo del nivel observado en el primer trimestre de 2018, cuando se redujo un 0,6 % en tasa intertrimestral. Los últimos indicadores de opinión señalan que el crecimiento vigoroso continuará, aunque a un ritmo más lento que en 2017. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 54,7 en el segundo trimestre de 2018, frente a un valor de 57 en el primer trimestre, antes de disminuir ligeramente hasta situarse en 54,3 en julio de 2018. Al mismo tiempo, el indicador ESI de la Comisión Europea pasó de 114 en el primer trimestre a 112,5 en el segundo (véase gráfico 5). Tanto el ESI como el PMI permanecen muy por encima de sus respectivas medias de largo plazo.

**Esta moderación refleja un retroceso con respecto al elevado ritmo de crecimiento observado el año pasado y está relacionada sobre todo con el debilitamiento del comercio exterior, a lo que hay que sumar un aumento de la incertidumbre y algunos factores transitorios y de oferta a escala interna y global.** 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 recuperación mundial generalizada, que se espera que continúe, está proporcionando impulso a las exportaciones de la zona del euro. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de julio, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2018 y 2019 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de abril. La cifra para 2020 no se modificó.

**Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados.** La incertidumbre relacionada con factores globales, especialmente la amenaza del proteccionismo, sigue siendo elevada. Además, continúa siendo necesario vigilar el riesgo de persistencia de un alto grado de volatilidad en los mercados financieros.

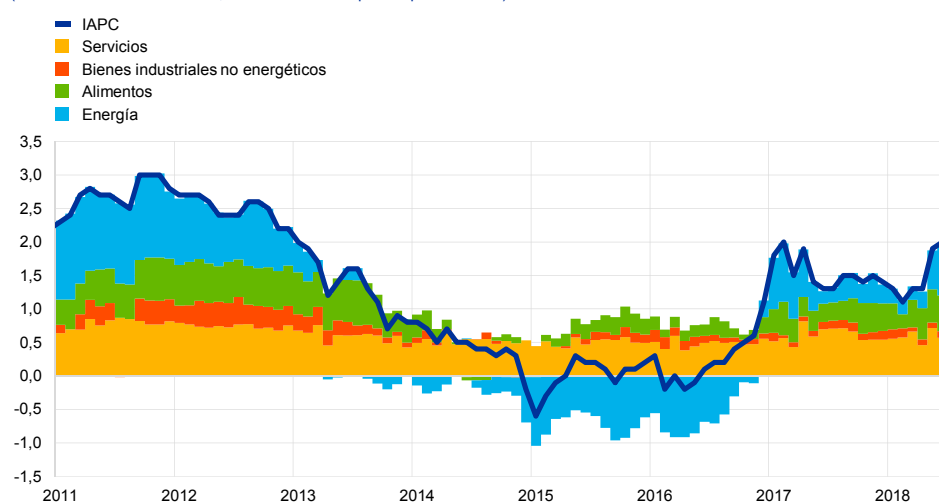
## 4 Precios y costes

**La inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se incrementó hasta el 2 % en junio, desde el 1,9% registrado en mayo (véase gráfico 7).** Este incremento reflejó la mayor contribución de las tasas de variación de los precios de la energía, los alimentos y los bienes industriales no energéticos, que compensó la menor contribución de la de los precios de los servicios.

### Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2018.

**Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido, en general, contenidos, pero permanecen por encima de los mínimos registrados anteriormente.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta situarse en el 0,9 % en junio, desde el 1,1 % registrado en mayo. Este descenso se debió, en parte, a los efectos retardados de las fechas de Semana Santa, que han contribuido significativamente a la volatilidad observada en esta medida de inflación desde marzo. Los indicadores de la inflación subyacente más robustos a los efectos de Semana Santa se han mantenido prácticamente estables en los últimos meses. Por ejemplo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, y los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir —que son componentes volátiles—, permaneció sin variación, (en el 1 %), entre marzo y mayo, y se redujo ligeramente en junio, hasta situarse en el 0,9 %.

**Las presiones inflacionistas sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguieron siendo fuertes, observándose señales de más presiones al alza en las primeras fases del proceso de formación de precios.** La tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio permaneció estable en el 0,5 % en mayo, sin cambios desde febrero de 2018. Es posible que esta resistencia a las presiones a la baja

derivadas de la acusada apreciación del euro en 2017 refleje el efecto compensador del aumento de las presiones de costes de origen interno y la mayor capacidad para fijar precios. También se aprecian tímidos indicios de más presiones al alza en las primeras fases de la cadena de formación de precios; por ejemplo, el crecimiento de los precios de importación de los bienes intermedios fue del 0,9 % en mayo, frente al -0,8 % registrado en abril. Asimismo, en los últimos meses, el índice de precios industriales (IPRI) mundial, excluido el sector energético, ha mejorado con respecto a su media histórica. En cuanto a los precios de consumo, el ritmo de avance del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se incrementó desde el 0,3 % de abril y mayo hasta el 0,4 % en junio.

**Datos recientes sobre el crecimiento de los salarios señalan que estos continuaron aumentando desde el mínimo alcanzado en el segundo trimestre de 2016.** El crecimiento de la remuneración por asalariado aumentó desde el 1,8 % del cuarto trimestre de 2017 hasta el 2 %<sup>5</sup> en el primer trimestre de 2018, lo que confirma la reciente tendencia al alza. Por su parte, los salarios negociados se incrementaron y registraron una tasa de avance del 1,8% en el primer trimestre de 2018, frente al 1,5 % del cuarto trimestre de 2017, y sustituyeron a la deriva salarial<sup>6</sup> como el principal factor determinante de la recuperación del crecimiento de los salarios reales. De cara al futuro, los convenios colectivos negociados recientemente y la generalización del crecimiento salarial en los distintos sectores refuerzan la expectativa de un nuevo repunte de los salarios. En conjunto, el reciente avance de los salarios está en consonancia con la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, al empezar a desaparecer el impacto de otros factores que han lastrado su crecimiento, entre ellos, la baja inflación registrada anteriormente y la perduración de los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis. Se espera que el mayor crecimiento de los salarios también se traduzca en presiones al alza sobre los precios (véase el recuadro titulado «El papel de los salarios en el repunte de la inflación» en este Boletín Económico).

**Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a más largo plazo se han mantenido básicamente sin cambios (véase gráfico 8).** El 25 de julio, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,72 %. El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue 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. Los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2018 muestran unas expectativas de inflación media del 1,7 % en 2018, 2019 y 2020, lo que representa una revisión al alza para 2018 y 2019 en comparación con la encuesta anterior, atribuible a la evolución de los precios del petróleo. Según la EPE, las expectativas de inflación a más largo plazo para la zona del euro se mantuvieron estables en el 1,9 %.

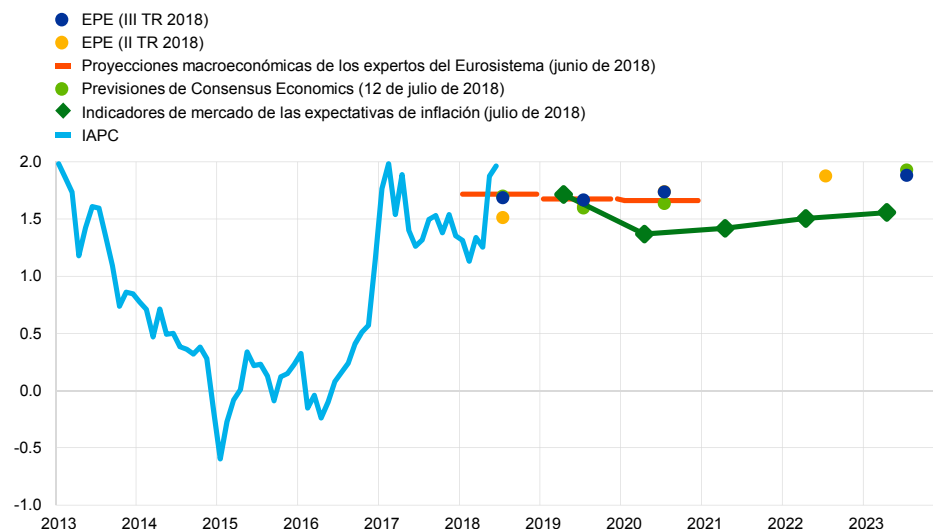
<sup>5</sup> Datos revisados al alza desde el 1,9%.

<sup>6</sup> La deriva salarial es la diferencia entre el crecimiento de los salarios reales percibidos por los trabajadores y el de los salarios negociados.

## 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, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro y Consensus Economics.

Notas: La encuesta EPE correspondiente al segundo trimestre de 2018 se realizó entre el 4 y el 10 de abril, y la correspondiente al tercer trimestre de 2018, entre el 2 y el 6 de julio. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a la inflación implícita en el mercado corresponden al 25 de julio de 2018. En la EPE correspondiente al segundo trimestre de 2018 la expectativa a más largo plazo se refería al año 2022, mientras que en la del tercer trimestre hacía referencia a 2023.

### Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro continuaron aumentando en el primer trimestre de 2018.

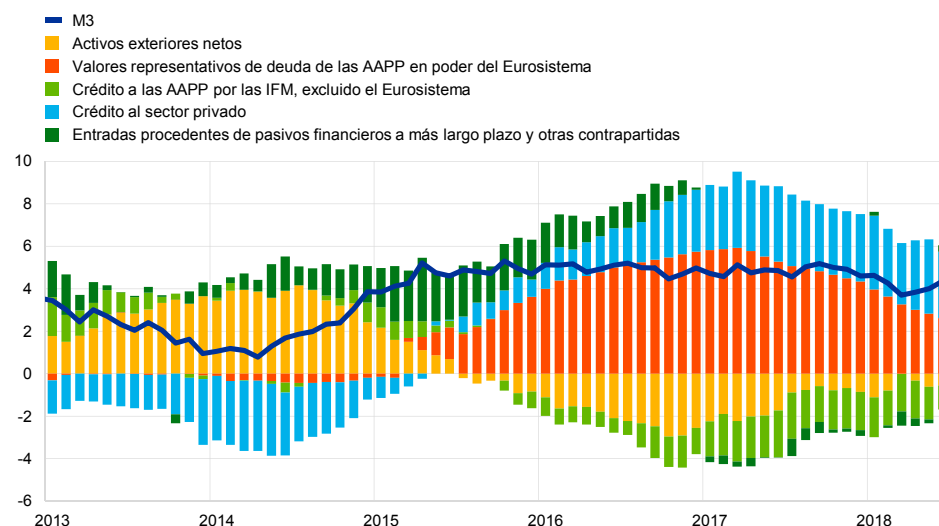
Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda en la zona del euro se incrementaron un 4,1 %, en términos interanuales, en el primer trimestre de 2018, frente al 3,9 % registrado en el trimestre anterior, lo que confirma un nuevo fortalecimiento y una mayor generalización del ciclo de precios de la vivienda.

## 5 Dinero y crédito

**El crecimiento del agregado monetario amplio se incrementó en junio.** La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 4,4 %, desde el 4 % observado en mayo, tras desacelerarse gradualmente entre septiembre de 2017, cuando registró su último máximo (5,2 %), y marzo de 2018 (3,7 %) (véase gráfico 9). El impacto de las medidas de política monetaria del BCE, la sólida expansión económica y el bajo coste de oportunidad de mantener los depósitos más líquidos continuaron respaldando el crecimiento. En consecuencia, M1 siguió siendo el componente que más contribuyó al avance de M3 y registró una tasa de crecimiento interanual del 7,4 % en junio, después de experimentar un incremento sustancial, —de 0,5 puntos porcentuales—, hasta situarse en el 7,5 % en mayo.

**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 junio de 2018.

**La creación de dinero en sentido amplio en la zona del euro parece estar adquiriendo gradualmente un carácter más autosostenido.** Desde la perspectiva de las contrapartidas, aunque las adquisiciones de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos siguieron siendo las que más impulsaron el crecimiento interanual de M3, su contribución ha disminuido (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 9). Esto es consecuencia de la reducción de las compras netas mensuales efectuadas por el Eurosistema en el contexto de su programa de compra de activos, de 60 mm de euros a 30 mm de euros, en enero de 2018. La menor contribución al crecimiento de M3 de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema se vio compensada por un aumento moderado de la del crédito al sector privado observado desde finales de 2017 (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 9). Esta contrapartida incluye tanto los préstamos otorgados

por las instituciones financieras monetarias (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 programa de compras de bonos corporativos. En cambio, las ventas de deuda pública por parte de IFM de la zona, excluido el Eurosistema, frenaron el crecimiento de M3 (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 9). Por último, la contribución interanual del sector exterior continuó siendo marginalmente negativa, pese a que en junio se registró una entrada mensual que probablemente reflejó adquisiciones netas de deuda pública de la zona del euro por no residentes en la zona (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 9).

**La recuperación del crecimiento de los préstamos prosigue.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocional de tesorería [*notional cash pooling*]) aumentó hasta el 3,5 % en junio, desde el 3,3 % registrado en mayo (véase gráfico 10). Esta evolución estuvo impulsada por los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, cuya tasa de crecimiento interanual avanzó hasta el 4,1 %, desde el 3,7 % de mayo. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo estable, en el 2,9 %, sin variación desde diciembre de 2017. Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ha permanecido en niveles moderados desde una perspectiva histórica. Aunque el crecimiento de estos préstamos, que suele expresarse en términos netos, se ha visto frenado por las amortizaciones de préstamos resultantes del período de auge que se produjo en los mercados hipotecarios antes de la crisis financiera, la concesión de nuevos préstamos se ha incrementado (véase el recuadro titulado «Evolución de la concesión de préstamos hipotecarios en la zona del euro» en este Boletín Económico).

La recuperación del crecimiento de los préstamos se ha visto favorecida por 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 de 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 (NPL, en sus siglas en inglés) sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito<sup>7</sup>.

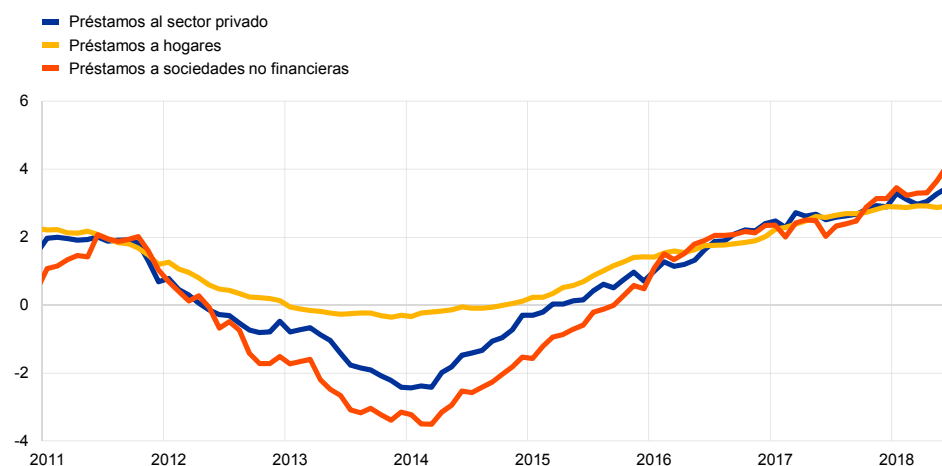
---

<sup>7</sup> Véase también la sección 3 del informe *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2018.

## Gráfico 10

### Préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a junio de 2018.

**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2018 sugiere que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por la relajación de los criterios de aprobación y por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamos en el segundo trimestre de 2018.** Según las entidades de crédito participantes en la encuesta, las presiones competitivas y la menor percepción de riesgos relacionada con la solidez del crecimiento económico actual, así como la mejora de la solvencia de los prestatarios, fueron importantes determinantes de la relajación neta de los criterios de aprobación. Las entidades también señalaron un aumento de la demanda neta en todas las categorías de préstamos. El bajo nivel general de los tipos de interés, las existencias y el capital circulante, las fusiones y adquisiciones, las favorables perspectivas del mercado de la vivienda y la confianza de los consumidores fueron destacados factores que impulsaron la demanda de préstamos. Según los resultados de una nueva pregunta sobre el impacto de los ratios de NPL en las políticas crediticias de los bancos, las entidades de la zona que participaron en la encuesta indicaron que dichos ratios habían contribuido a un endurecimiento de los criterios de aprobación y de las condiciones aplicadas en todas las categorías de préstamos en los seis meses anteriores. No obstante, en general, la contribución de este impacto al endurecimiento ha disminuido con respecto al observado entre 2014 y 2017, en consonancia con la evolución de los préstamos dudosos, y se espera que continúe reduciéndose en los seis próximos meses. En los seis meses previos, los ratios de NPL de las entidades de crédito afectaron a las políticas de concesión de créditos principalmente a través de su efecto sobre la percepción de riesgos, la tolerancia al riesgo y el coste por operaciones de saneamiento de los balances.

**Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras alcanzaron un nuevo mínimo histórico.** En mayo de 2018, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras volvió a descender hasta alcanzar un nuevo mínimo histórico (1,62 %).

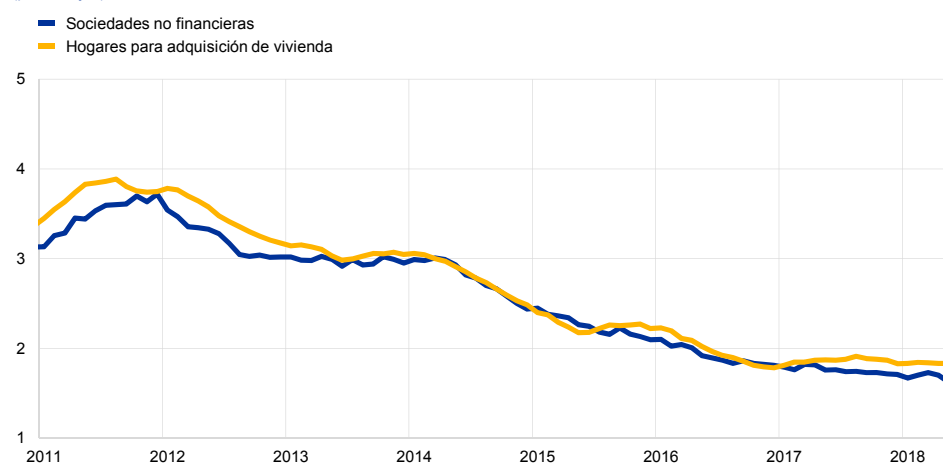


Ese mes, el tipo de interés sintético de los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo estable en el 1,83 %, ligeramente por encima del mínimo histórico del 1,78 % registrado en diciembre de 2016 (véase gráfico 11). Los tipos sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido sustancialmente y en mayor medida que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. La reducción de los tipos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras, así como los de los concedidos a las pequeñas empresas (asumiendo que los créditos de hasta 250.000 euros se otorgan sobre todo a pequeñas empresas), fue especialmente significativa en los países de la zona del euro más expuestos a la crisis financiera, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en toda la zona y en los distintos tipos de empresas.

### Gráfico 11

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

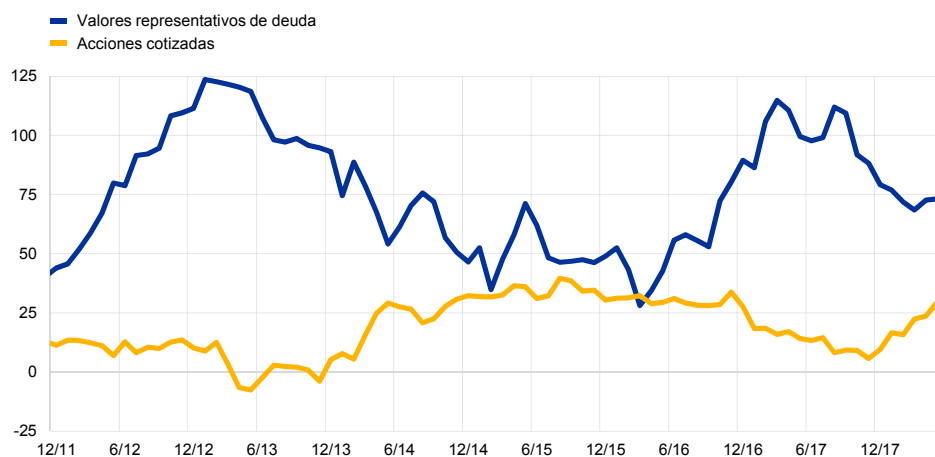
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo, utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a mayo de 2018.

**Se estima que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro volvió a aumentar en el segundo trimestre de 2018.** Los datos del BCE más recientes señalan que, en términos netos, los flujos totales de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras en abril y mayo de 2018 continuaron siendo elevados y acordes con los niveles mensuales registrados, en promedio, en el primer trimestre del año (véase gráfico 12). Los datos de mercado apuntan a que la actividad emisora de este tipo de valores volvió a fortalecerse en junio de 2018. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras fue positiva en abril y mayo, y alcanzó cotas equivalentes a la emisión total de acciones cotizadas en el primer trimestre de 2018.

## Gráfico 12

### Emisión neta de valores representativos de deuda y acciones cotizadas por parte de sociedades no financieras de la zona del euro

(flujos interanuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Cifras mensuales basadas en un período móvil de doce meses. La última observación corresponde a mayo de 2018.

### Según las estimaciones, los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujeron marginalmente en el segundo trimestre de 2018.

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, descendió ligeramente, hasta situarse en torno al 4,5 % al final del segundo trimestre de 2018 y algo más en julio. 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. En cuanto a los componentes del coste de financiación, en el segundo trimestre de 2018, el coste de las acciones experimentó un leve retroceso y el de los valores representativos de deuda, expresado como la media ponderada del coste de la financiación bancaria y del coste de la financiación mediante valores de renta fija, se mantuvo prácticamente estable. Más recientemente, la ligera reducción que, según las estimaciones, registró el coste de financiación en julio de 2018 se considera reflejo de cierta moderación del coste de las acciones y, en menor medida, del de los valores de renta fija.

# Recuadros

## 1 Los desequilibrios de China: ¿corre peligro el crecimiento en caso de desaceleración del mercado de la vivienda?

Thomas Nielsen

**En los últimos tiempos, la economía china ha desempeñado un papel clave en la recuperación económica global.** Con unas tasas de crecimiento por encima del 6,5 % en los cinco últimos años, China ha contribuido, en promedio, a una tercera parte del crecimiento mundial total. También se ha convertido en uno de los principales socios comerciales de la zona del euro y es el destino de casi el 7 % del total de exportaciones de la zona. Al igual que la economía mundial se ha beneficiado de la fortaleza económica y de la creciente relevancia de este país, una desaceleración también tendría serias repercusiones para la actividad global. De hecho, los desequilibrios de China se consideran un importante factor externo de riesgo a la baja para la zona del euro y la economía mundial<sup>8</sup>, y el mercado de la vivienda podría servir de catalizador para la materialización de este riesgo.

**Una desaceleración brusca del mercado de la vivienda chino tras un largo período de expansión podría tener un efecto adverso significativo en la economía, ya que los sectores inmobiliario y de la construcción representan aproximadamente el 15 % del PIB del país.** El sector inmobiliario fue un determinante fundamental del sólido crecimiento económico de China en 2017. En este contexto, en el presente recuadro se describe la evolución reciente del mercado de la vivienda en este país y se presenta una estimación del impacto que podría tener en la economía china una perturbación que afecte al mercado de la vivienda.

**Tras un período de expansión sin precedentes de dos años, el mercado de la vivienda chino ha experimentado una desaceleración.** En conjunto, los precios de la vivienda aumentaron un 10 %, en tasa interanual, entre finales de 2016 y finales de 2017, y en algunos de los segmentos más exclusivos (*prime*) se alcanzaron tasas de crecimiento interanual superiores al 30 %. Este ciclo expansivo ha contribuido a la solidez de la demanda interna y al acusado repunte de los precios de producción y de las materias primas. El crecimiento medio interanual de los precios de la vivienda se ralentizó hasta situarse en torno al 5 % hasta junio de 2018, mientras que las ventas de viviendas, que también habían registrado una rápida expansión desde mediados de 2015, se han desacelerado también con respecto a los máximos observados previamente. No obstante, en comparación con episodios anteriores de fuertes correcciones de los precios de la vivienda, el *stock* de viviendas sin vender es más reducido, lo que apunta a una necesidad menos acuciante de absorber el exceso de oferta a través de rebajas en los precios. En consecuencia, hasta el momento, la ralentización de los precios

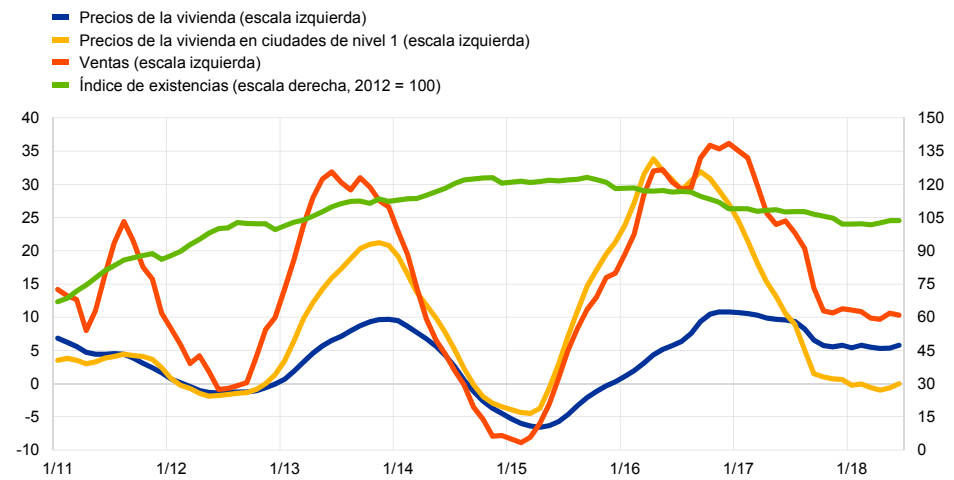
<sup>8</sup> Véase el artículo titulado «China's economic growth and rebalancing and the implications for the global and euro area economies», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2017.

y de las ventas ha sido algo menos pronunciada que en fases recesivas anteriores (véase gráfico A), posiblemente también como consecuencia de unas respuestas de política interna más matizadas.

### Gráfico A

#### Precios, ventas y stock de viviendas en China

(escala izquierda: tasas de variación interanual; escala derecha: índice)



Fuentes: CEIC, Wind y cálculos del BCE.

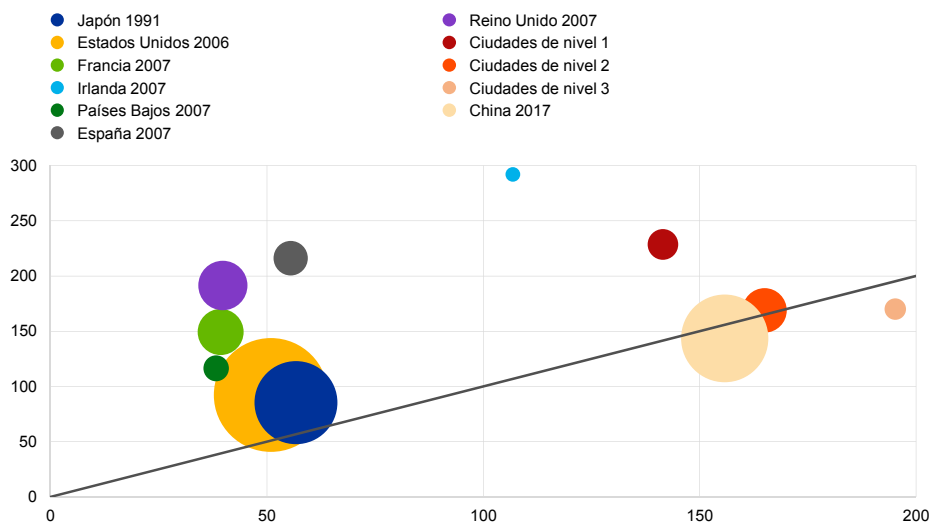
Notas: El stock se ha calculado restando las ventas de viviendas del número de viviendas iniciadas. Las ciudades de nivel 1 son las más grandes de China, en concreto Pekín, Guangzhou, Shanghai y Shenzhen. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2018.

**Aunque, en general, los precios de la vivienda en China se han incrementado prácticamente en línea con el crecimiento de la renta, los mercados de la vivienda en las ciudades más grandes del país se han desvinculado de los determinantes fundamentales y muestran señales de valoraciones desproporcionadamente elevadas.** En las denominadas ciudades de nivel 1 —Pekín, Guangzhou, Shanghai y Shenzhen—, el avance de los precios de la vivienda ha superado con creces el crecimiento de la renta durante los diez últimos años. En consecuencia, el aumento de los precios en relación con el de la renta en estas ciudades parece comparable con los observados en Japón a principios de la década de los noventa y en Estados Unidos y la Unión Europea antes de la crisis financiera mundial, que finalmente resultaron ser insostenibles (véase gráfico B). Por un lado, aunque las adquisiciones de bienes inmuebles en las ciudades de nivel 1 a menudo se consideran una inversión financiera de bajo riesgo, la divergencia entre el crecimiento de los precios de la vivienda y el de la renta podría indicar que los precios realmente se han desvinculado de sus determinantes fundamentales. Por otro, los precios de la vivienda en estas ciudades —que son los centros políticos, financieros y manufactureros de China— pueden estar sesgados al alza por la demanda por parte de personas (con altos niveles de renta) de todo el país, no solo de sus residentes.

## Gráfico B

### Crecimiento de los precios de la vivienda en relación con el de la renta en ciudades de nivel 1 de China

(tasas de variación en el período de diez años anterior al máximo o último dato disponible; eje de abscisas: variación de la renta; eje de ordenadas: variación de los precios de la vivienda)



Fuentes: CEIC, Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: Los ratios se calculan para el período de diez años anterior al año indicado. El tamaño de las burbujas corresponde a la proporción que representa el país o la ciudad en el PIB mundial al final del período de diez años. Las ciudades chinas de nivel 1 son las más grandes del país, en concreto Pekín, Guangzhou, Shanghai y Shenzhen, y las de nivel 2 y nivel 3 son ciudades más pequeñas en las provincias.

### Algunos segmentos del sector inmobiliario podrían actuar como detonantes de un endurecimiento de las condiciones financieras.

Los acusados aumentos de los precios de la vivienda de los últimos años estuvieron asociados a un significativo aumento del endeudamiento para la adquisición de inmuebles, también desde el exterior. A corto plazo, los promotores inmobiliarios tienen que hacer frente a unas necesidades de refinanciación considerables. La deuda de los hogares chinos se ha incrementado hasta situarse en el 48 % del PIB, una tasa comparable a la de países con altos niveles de renta, haciéndolos vulnerables a subidas de los tipos de interés. Dado que el desapalancamiento de la economía es un objetivo de las autoridades, los prestatarios altamente endeudados podrían afrontar presiones sobre sus balances cuando las condiciones financieras se tornen más restrictivas. Por otra parte, los presupuestos de las administraciones locales podrían verse negativamente afectados por una desaceleración pronunciada en el sector de la vivienda, ya que las ventas de terrenos han constituido una importante fuente de financiación de estas administraciones.

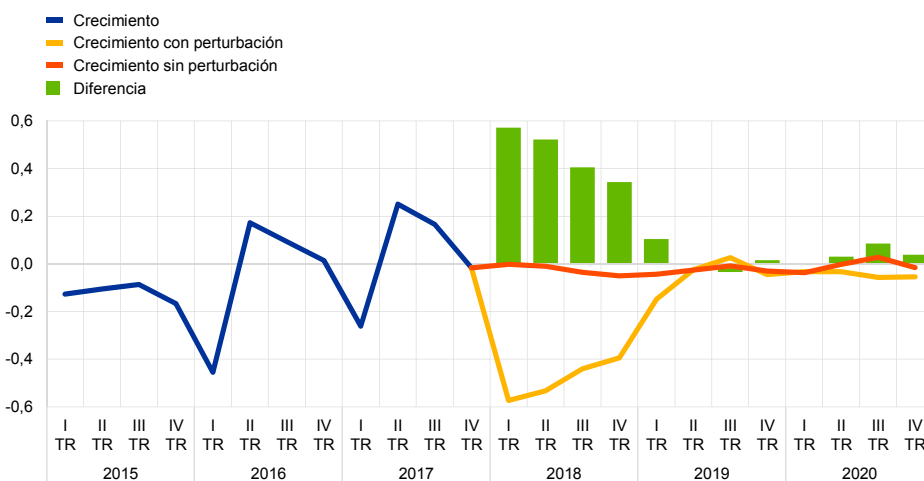
**Un retroceso severo del mercado de la vivienda podría afectar considerablemente a la economía china, con posibles efectos sobre la economía mundial.**

Si se simula<sup>9</sup> una caída del 6 % y del 32 % de los precios y de las ventas de viviendas, respectivamente, durante cuatro trimestres (valores similares a los observados durante la desaceleración de la actividad del mercado de la vivienda en 2008-2009), el PIB de China se reduciría casi en un 2 %, en términos acumulados, durante cinco trimestres en comparación con el escenario base (véase gráfico C). Si se relajaran las condiciones de financiación, el impacto acumulado sobre el crecimiento del PIB sería ligeramente menor (1,6 %). Sin embargo, la disminución de la confianza podría amplificar aún más estos efectos, y los efectos sobre la economía mundial y sobre la zona del euro derivados de una reducción del PIB de China podrían ser notables<sup>10</sup>.

**Gráfico C**

**Impacto sobre el PIB de una perturbación transitoria en el mercado de la vivienda**

(desviación porcentual respecto al crecimiento del producto potencial, variación intertrimestral)



Fuente: Cálculos del BCE.

**Aunque el impacto económico de una corrección del mercado de la vivienda a escala nacional sería considerable, por ahora es más probable que los ajustes bruscos de los precios de las viviendas se produzcan a escala local.**

El riesgo de corrección posiblemente sea más pronunciado en las ciudades de nivel 1, pero

<sup>9</sup> Se ha estimado un modelo de vectores autorregresivos bayesiano (BVAR) con restricciones de signo con datos trimestrales desde el primer trimestre de 2001 hasta el cuarto trimestre de 2017 utilizando el [conjunto de herramientas de estimación, análisis y regresión bayesianos \(BEAR Toolbox\)](#). Se identifican cuatro perturbaciones: una perturbación de demanda agregada, una perturbación de demanda derivada de la política monetaria, una perturbación de demanda de viviendas y una perturbación de oferta de viviendas. Las variables del modelo son el crecimiento del PIB (expresado como una desviación respecto del crecimiento potencial), la ratio de actividad en el sector de la vivienda en relación con la actividad total (para diferenciar entre una perturbación de demanda de viviendas y una perturbación de demanda agregada), el crecimiento de los precios de la vivienda y el crecimiento de las superficies vendidas. Se utiliza un índice de condiciones financieras para medir los cambios en dichas condiciones. La actividad mundial y los precios de las materias primas se incluyen como variables exógenas para tener en cuenta la posible influencia de la evolución exterior en la economía china. Todas las variables se miden en variaciones intertrimestrales. La perturbación simulada podría ser resultado, por ejemplo, de la aplicación de una política de vivienda demasiado restrictiva durante demasiado tiempo, que afecta negativamente tanto a la oferta como a la demanda de este tipo de inmuebles.

<sup>10</sup> Véase «[The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 206, BCE, enero de 2018.

estas representan menos del 10 % del mercado de la vivienda de China. Además, el fuerte crecimiento de la renta y el proceso de urbanización en curso siguen siendo factores fundamentales en la demanda de viviendas en todo el país. Las políticas en este ámbito también se han modificado y tienen más en cuenta las circunstancias locales al intervenir en el mercado de la vivienda. Con todo, siguen existiendo algunos riesgos importantes. Una corrección brusca en las ciudades de nivel 1 podría provocar un endurecimiento más general de las condiciones de financiación. Además, la actual campaña para promover el desapalancamiento podría someter a presiones financieras a algunas empresas con altos niveles de apalancamiento, lo que podría frenar la actividad constructora. Más importante aún es que una revisión a la baja del crecimiento potencial futuro del país podría tener un efecto negativo sobre la demanda de viviendas. Esto reduciría aún más los ingresos de las administraciones locales y la capacidad para atender el pago de la deuda.

## Evolución cíclica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro

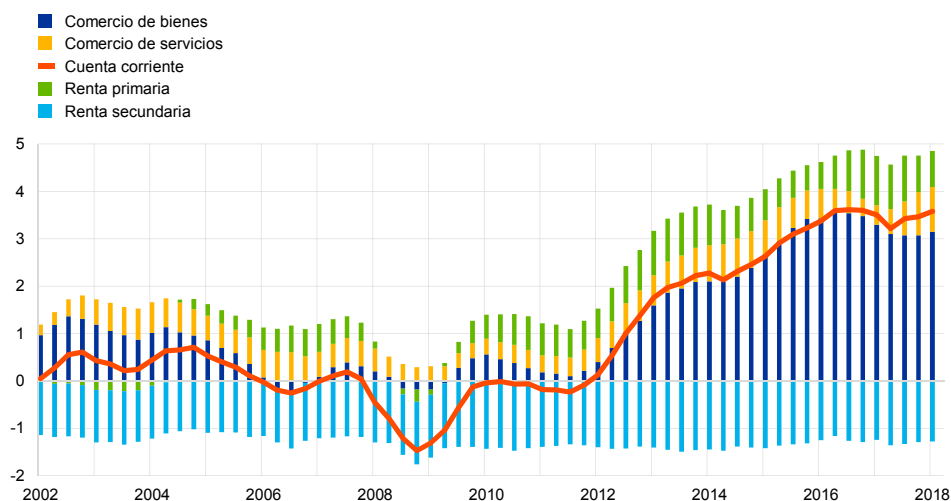
Michael Fidora

En términos acumulados de doce meses, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se situó en el 3,6 % del PIB en el primer trimestre de 2018 —un nivel elevado en términos históricos—, algo por encima del registro del 3,5 % del PIB alcanzado un año antes (véase gráfico A). No obstante, el ligero incremento del superávit de la balanza por cuenta corriente enmascara significativos descensos del superávit comercial de bienes (0,2 puntos porcentuales del PIB) y del superávit de la renta primaria (0,3 puntos porcentuales del PIB), que se compensaron con un aumento del superávit comercial de los servicios (0,5 puntos porcentuales del PIB).

### Gráfico A

Principales componentes de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro

(porcentaje del PIB, suma móvil de cuatro trimestres)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al primer trimestre de 2018.

**Sin embargo, hay señales de estabilización del saldo por cuenta corriente, aunque en niveles elevados, que se explica fundamentalmente por la evolución del ciclo de los precios del petróleo (véase gráfico B).** El superávit de la balanza por cuenta corriente alcanzó un máximo histórico —algo superior a su nivel actual— en el tercer trimestre de 2016, que coincidió con el déficit comercial energético más bajo en términos históricos registrado a finales de 2016 como consecuencia del mínimo en el que se habían situado los precios del petróleo unos meses antes. Desde entonces, el saldo comercial energético se ha deteriorado en 0,3 puntos porcentuales del PIB. Este deterioro, junto con el ligero descenso del superávit no energético y del de la renta primaria, contrarrestó con creces el aumento del superávit comercial de los servicios en el mismo período. Si se analiza la evolución del comercio energético durante un período más largo, la estabilización de los precios del petróleo después de 2012 y su posterior caída desde 2014 hasta

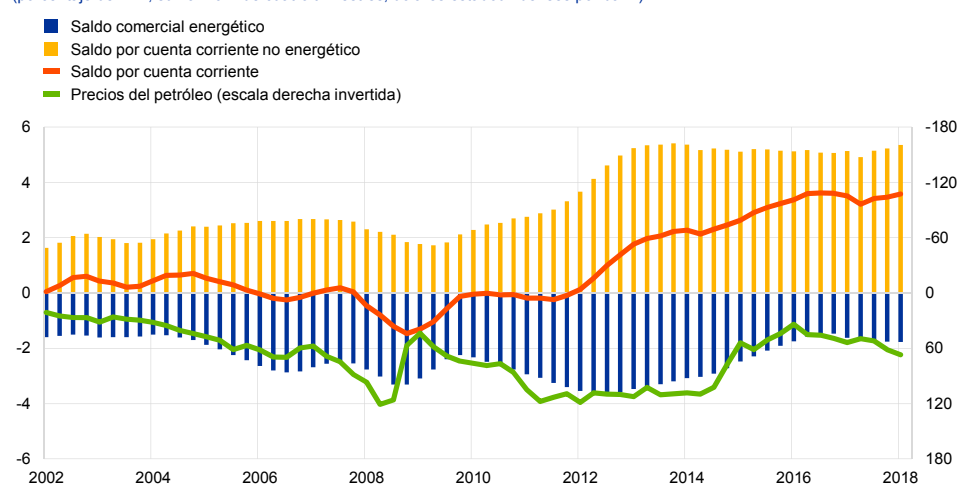


finales de 2015 redujeron el déficit comercial energético en alrededor de 2 puntos porcentuales del PIB y, por ende, explicaron la totalidad del ascenso del superávit de la balanza por cuenta corriente en el mismo período. A su vez, el saldo por cuenta corriente de la zona del euro, excluido el comercio energético, se ha mantenido notablemente estable desde 2013.

### Gráfico B

#### Saldo comercial energético, saldo por cuenta corriente no energético y precios del petróleo

(porcentaje del PIB, suma móvil de cuatro trimestres; dólares estadounidenses por barril)



Fuentes: BCE y Eurostat.

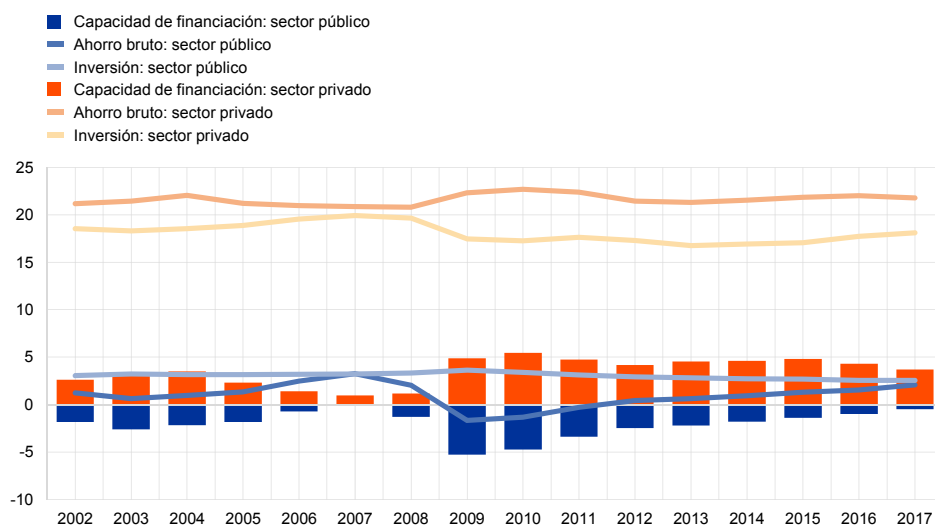
Nota: La última observación corresponde al primer trimestre de 2018.

**Desde una perspectiva ahorro/inversión, la estabilización del superávit por cuenta corriente refleja, en gran medida, la reducción de la capacidad de financiación del sector privado, que, no obstante, se compensa con el aumento del ahorro del sector público (véase gráfico C).** Desde que se inició la recuperación económica en 2013, la inversión del sector privado se ha ido recuperando de forma continua, aunque a un ritmo lento, mientras que el ahorro bruto de este sector no se estabilizó hasta 2016 y comenzó a disminuir en 2017. En consecuencia, la capacidad de financiación del sector privado se contrajo tanto en 2016 como en 2017. Sin embargo, esta evolución se vio ampliamente compensada por la reducción adicional de la necesidad de financiación del sector público, debido a los esfuerzos de consolidación fiscal en algunos países.

## Gráfico C

### Ahorro bruto e inversión en la zona del euro

(porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea.

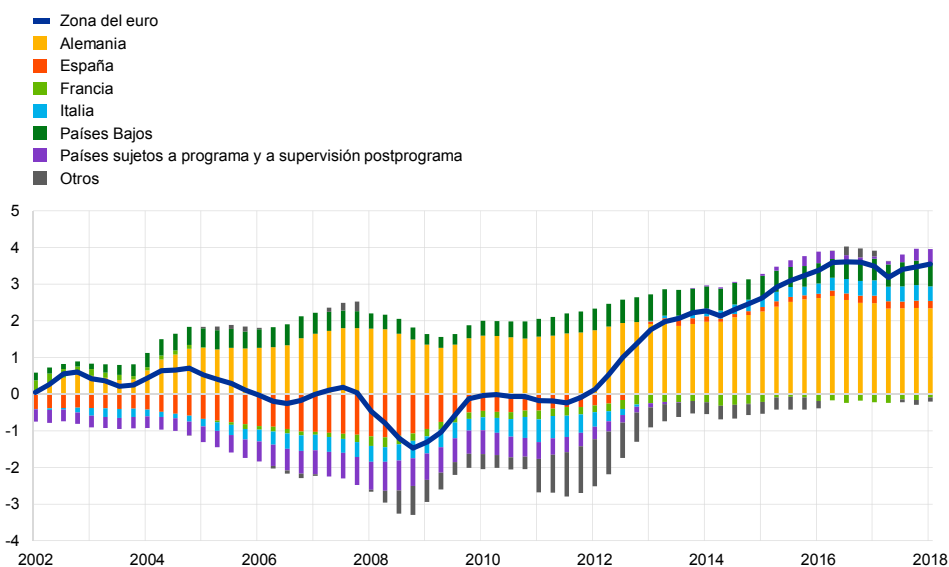
Nota: La última observación corresponde a 2017.

**Desde la perspectiva de los desequilibrios en la zona del euro, la estabilización del superávit de su balanza por cuenta corriente refleja, en cierta medida, un ajuste del saldo por cuenta corriente en los países de la zona (véase gráfico D).** De hecho, la contribución de Alemania al superávit por cuenta corriente de la zona del euro ha disminuido en unos 0,3 puntos porcentuales del PIB de la zona desde principios de 2016. Esta evolución contrasta con el aumento adicional del superávit por cuenta corriente de los Países Bajos, de alrededor de 0,2 puntos porcentuales del PIB de la zona del euro en el mismo período, que, no obstante, se vio ampliamente contrarrestado por la contracción de los superávits de esta balanza en otras economías de la zona. Al mismo tiempo, en términos agregados, los saldos por cuenta corriente de los países sujetos a un programa y a supervisión postprograma continuaron registrando mejoras adicionales —en torno a 0,2 puntos porcentuales del PIB—.

## Gráfico D

### Saldo por cuenta corriente del conjunto de la zona del euro y de algunos de sus países

(porcentaje del PIB, suma móvil de cuatro trimestres)



Fuente: BCE.

Notas: La última observación corresponde al primer trimestre de 2018.

#### **Actualmente, tanto la situación del ciclo económico de la zona del euro como el reciente ascenso de los precios del petróleo deberían continuar respaldando la estabilización del saldo de la balanza por cuenta corriente.**

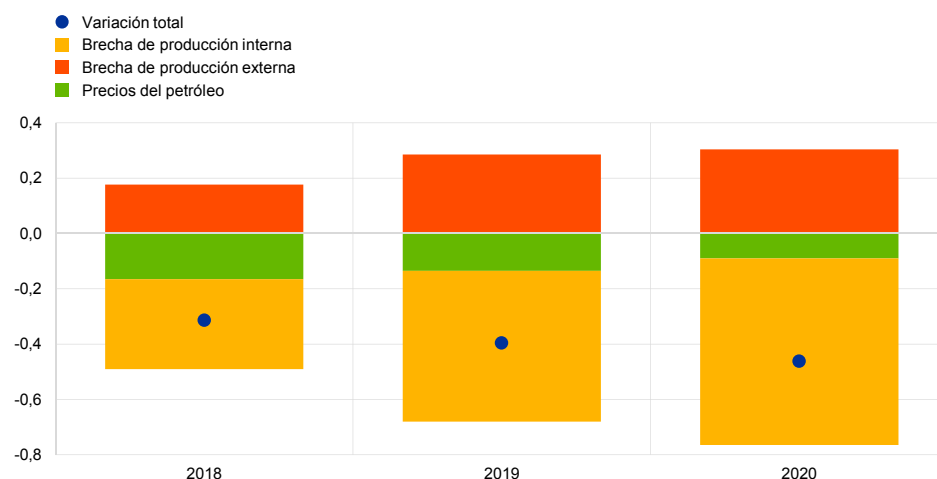
El debilitamiento de la situación cíclica de la zona del euro en comparación con sus principales socios comerciales sigue lastrando la demanda de importaciones en la zona del euro, al tiempo que favorece la demanda exterior de exportaciones de la zona, lo que se traduce en un incremento transitorio del superávit comercial de la zona del euro y, por tanto, de su saldo por cuenta corriente. De hecho, se estima que una parte del superávit de la balanza por cuenta corriente —aproximadamente, 0,1 puntos porcentuales del PIB— se explica por la situación del ciclo económico de la zona en relación con la de sus principales socios comerciales, utilizando elasticidades estándar disponibles en la literatura empírica. Esto implica que el superávit por cuenta corriente de la zona del euro descendería en torno a 0,1 puntos porcentuales del PIB a medio plazo si convergieran las brechas de producción de la zona del euro y sus principales socios comerciales. A su vez, una proporción similar del superávit por cuenta corriente —alrededor de 0,1 puntos porcentuales del PIB— puede atribuirse a la desviación de los precios del petróleo de su nivel tendencial. Por tanto, el saldo de la balanza por cuenta corriente ajustado de ciclo de la zona del euro se sitúa unos 0,2 puntos porcentuales por debajo de su nivel actual<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Estas estimaciones se basan en elasticidades estándar de la balanza por cuenta corriente con respecto a la brecha de producción (expresada en relación con la del resto del mundo) y al precio del petróleo (relacionado con el saldo comercial energético), respectivamente. Las estimaciones oscilan entre 0,4 y 0,5 en el primer caso y entre 0,5 y 0,6 en el segundo, como, por ejemplo, en Phillips *et al.*, «[The External Balance Assessment \(EBA\) Methodology](#)», *IMF Working Paper 13/272*, 2013, y N. Zorell, «[Large net foreign liabilities of euro area countries](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 198, BCE, 2017.

## Gráfico E

Simulación de la variación del saldo de la balanza por cuenta corriente como consecuencia de la evolución estimada de la brecha de producción y de los precios del petróleo

(puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: BCE, FMI y estimaciones del BCE.

Notas: Los cálculos se basan en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2018 para la brecha de producción interna y en la edición de abril de 2018 del informe Perspectivas de la Economía Mundial del FMI para la brecha de producción externa.

**De cara al futuro, el proceso de reequilibrio que está teniendo lugar en la zona del euro, así como la evolución de su ciclo económico y las fluctuaciones de los precios del petróleo, deberían contribuir a reducir el actual superávit de la balanza por cuenta corriente (véase gráfico E).** Las proyecciones de los precios del petróleo —con un notable aumento en 2018 y un nuevo ligero descenso durante el resto del horizonte de proyección para moverse en torno a su nivel tendencial— implican, según elasticidades estándar, una disminución del superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro de entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales del PIB a finales de 2020. Al mismo tiempo, el estrechamiento de la brecha de producción negativa de la zona del euro —que pasa a ser positiva en 2018 y se prevé que siga ampliándose en los próximos años— debería incrementar la demanda de importaciones y, por ende, reducir el superávit por cuenta corriente de la zona del euro. Utilizando elasticidades estándar, el impacto oscilaría entre 0,3 puntos porcentuales del PIB en 2018 y 0,7 puntos porcentuales del PIB a finales de 2020. Sin embargo, el efecto de la brecha de producción cada vez más positiva en la zona del euro se compensa en parte —aunque no totalmente— con una mejora similar, pero menos pronunciada, de la brecha de producción mundial, que se espera que añada hasta 0,3 puntos porcentuales del PIB a la demanda exterior de la zona del euro y que, por tanto, respalde el superávit por cuenta corriente. Como consecuencia de estas dos fuerzas opuestas, el efecto combinado de los factores relativos a los precios del petróleo y al ciclo económico sería una reducción del superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro de entre 0,3 puntos porcentuales del PIB en 2018 y 0,5 puntos porcentuales del PIB a finales de 2020. Estos efectos son coherentes con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2018, que incluyen una disminución del superávit por cuenta corriente de alrededor de 1 punto porcentual del PIB en el

mismo horizonte temporal, lo que implica que se espera que factores de carácter estructural, además de factores cíclicos, contribuyan a estrechar el saldo por cuenta corriente actual.

### 3 Sincronización del crecimiento en los países de la zona del euro

Jaime Martínez-Martín, Lorena Saiz y Grigor Stoevsky

**El grado de sincronización del ciclo económico, tanto entre los países de la zona del euro como entre esta y el resto del mundo, es un tema de investigación relevante.** Por lo que respecta a la zona del euro, la hipótesis endógena de las áreas monetarias óptimas<sup>12</sup> sugiere que el grado de sincronización del ciclo económico entre los países que las integran debería aumentar con el tiempo como consecuencia de la mayor integración financiera y comercial. Por lo tanto, esos países deberían estar menos expuestos a perturbaciones idiosincrásicas, contribuyendo así a la efectividad de la política monetaria única. En este contexto, en este recuadro se presentan y se analizan diversas medidas de la sincronización del ciclo en la zona del euro y desde una perspectiva global.

**En un entorno de vínculos comerciales y financieros más estrechos, la mayoría de los países de la zona del euro y de las economías del mundo comparten la favorable dinámica de crecimiento de los últimos años (véase gráfico A).** Entre 2014 y 2016 se produjo una disminución de la proporción de países del mundo en los que el crecimiento se fortaleció, reflejo, en parte, del impacto negativo que causaron los bajos precios del petróleo en los países productores. No obstante, la proporción de economías en las que se ha observado una mejora del crecimiento ha aumentado desde el segundo semestre de 2016, y más de la mitad de los países de la zona del euro han registrado un mayor dinamismo económico. Esto ha coincidido con la generalización del crecimiento económico que se inició en 2013<sup>13</sup>.

---

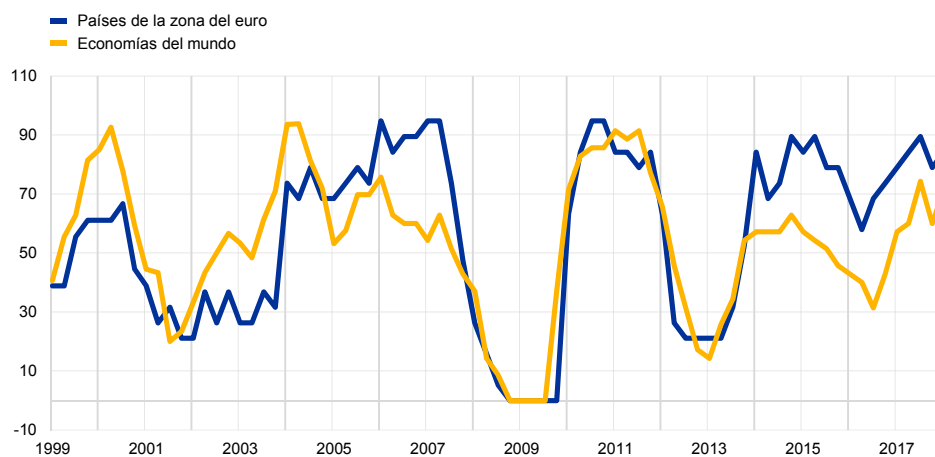
<sup>12</sup> J. A. Frankel y A. K. Rose, «The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria», *The Economic Journal*, vol. 108, número 449, 1998, pp. 1009-1025.

<sup>13</sup> Véase «El crecimiento económico de la zona del euro se está generalizando», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2017.

## Gráfico A

### Proporción de países con un crecimiento del PIB superior a la media de los tres últimos años

(datos trimestrales, porcentajes)



Fuentes: OCDE, Eurostat, Haver Analytics y cálculos del BCE.

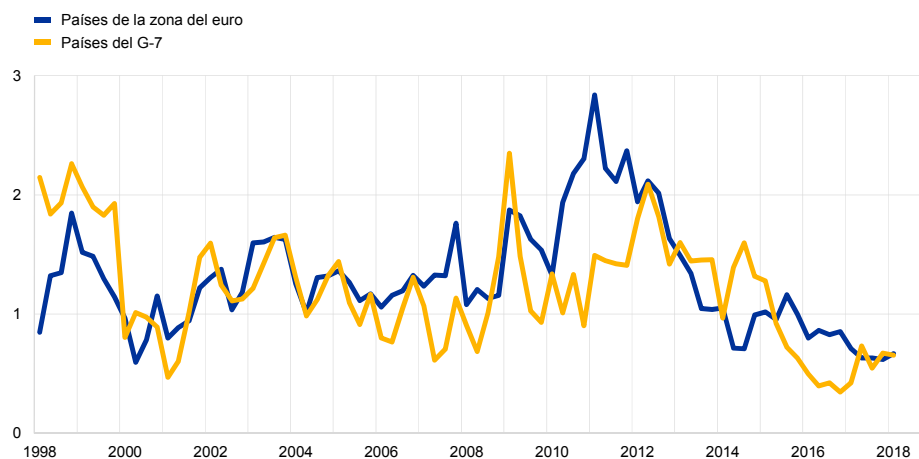
Notas: El cálculo se basa en tasas de crecimiento interanual del PIB real a partir de datos trimestrales. «Países de la zona del euro» se refiere a los 19 Estados miembros de la UE que integran la zona (datos de Malta disponibles desde 2001). «Economías del mundo» se refiere a 34 países y al agregado de la zona del euro, que representan más del 84 % del PIB mundial en términos de PPA. En concreto, este grupo está formado por la zona del euro, Argentina, Australia, Brasil, Bulgaria, Canadá, Colombia, Croacia, Chile, China, República Checa, Dinamarca, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Israel, Japón, Malasia, México, Nueva Zelanda, Noruega, Polonia, Rumanía, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Corea del Sur, Suecia, Suiza, Taiwán, Tailandia, Turquía, Reino Unido y Estados Unidos. La última observación corresponde al primer trimestre de 2018.

**El reciente fortalecimiento del crecimiento ha coincidido con una reducción generalizada de su dispersión en los países de la zona del euro y en las economías avanzadas del G-7 (véase gráfico B).** En los países de la zona del euro, la volatilidad del crecimiento fue muy elevada después de la crisis financiera global y durante la crisis de deuda soberana, lo que hizo que el impacto de las perturbaciones fuera muy diferente en los distintos países. En cambio, la reciente disminución de la dispersión del crecimiento en esta área económica ha coincidido, en gran parte, con una reducción de la fragmentación de las condiciones de financiación en la zona, que se ha visto facilitada por las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE.

## Gráfico B

### Dispersión de las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB real

(datos trimestrales, porcentajes)



Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La dispersión del crecimiento en los países de la zona de euro se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del PIB real en los 19 países de la zona, excluida Irlanda, para evitar distorsiones en el análisis atribuibles a la elevada volatilidad del PIB de este país. La dispersión del crecimiento en las economías avanzadas, aproximada por el grupo de países del G-7 (Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos) es la desviación típica no ponderada del crecimiento interanual del PIB real en esos países. La última observación corresponde al primer trimestre de 2018.

**Una medida directa de la correlación confirma que, en el período 2016-2017, la sincronización entre los países de la zona del euro se incrementó (véase gráfico C).** La medida de la correlación<sup>14</sup> para la zona del euro<sup>15</sup> sugiere que el grado de sincronización del ciclo económico aumentó de manera acusada en torno a la época de la crisis financiera mundial en todos los grupos de países considerados. Entre los países de la zona del euro, y en general entre las economías avanzadas, estas correlaciones alcanzaron un máximo durante la crisis financiera y disminuyeron gradualmente durante la recuperación. No obstante, esta medida muestra que durante 2017 se observó una renovada tendencia hacia una mayor sincronización en los países de la zona. En las dos últimas décadas, la sincronización ha sido mayor entre las cinco economías más importantes de la zona que en un grupo más amplio integrado por 17 países del área, aunque, en este grupo, el grado de sincronización se incrementó de forma pronunciada a lo largo de 2017<sup>16</sup>.

<sup>14</sup> Véase J. Stock y M. Watson, «The Evolution of National and Regional Factors in U.S. Housing Construction», en T. Bollerslev, J. Russell y M. Watson (eds.), *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honour of Robert F. Engle*, Oxford University Press, 2008.

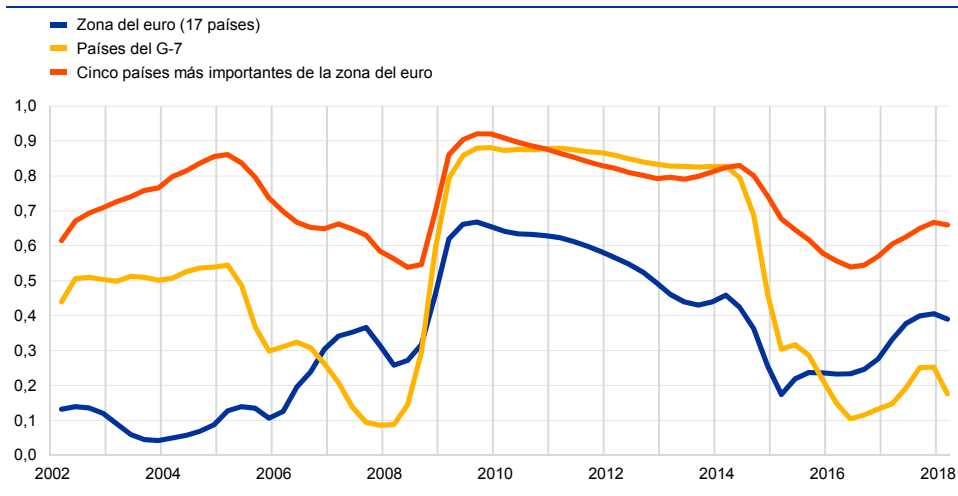
<sup>15</sup> Por motivos de disponibilidad de datos, el análisis se centra únicamente en Bélgica, Alemania, Estonia, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.

<sup>16</sup> Se ha de tener en cuenta que estas medidas no indican los factores subyacentes que contribuyen al elevado grado actual de sincronización entre los países de la zona del euro.



### Gráfico C

#### Correlaciones del ciclo económico en los países de la zona del euro y del G-7



Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La medida de la correlación del ciclo económico es una media ponderada de las correlaciones por pares del crecimiento del PIB real entre países siguiendo el enfoque de Stock y Watson (2008). Las correlaciones por pares se han calculado para una ventana móvil de cinco años. Para la zona del euro se consideran dos grupos diferentes: la «zona del euro» (todos los países de la zona, excepto Malta e Irlanda, por motivos de disponibilidad de datos) y los «cinco países más importantes» de la zona (las cinco economías de mayor tamaño). La última observación corresponde al primer trimestre de 2018.

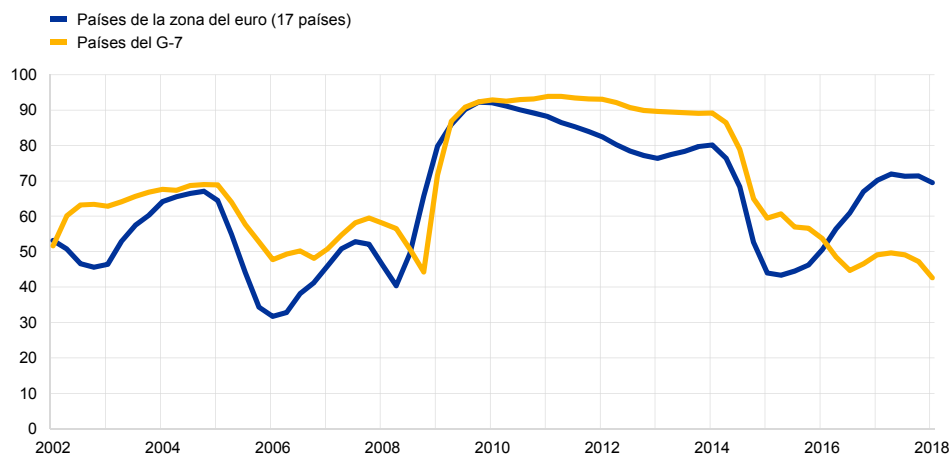
**La mayor sincronización es también evidente en el hecho de que una proporción considerable de la variación del crecimiento del PIB en los países de la zona del euro es atribuible a un factor común (véase gráfico D).**

En promedio, más del 65 % de la varianza del crecimiento del PIB en los países de la zona y en las economías avanzadas (G-7) tiene su origen en ese factor común, aunque su contribución aumentó de forma acusada durante la crisis financiera como consecuencia de la desaceleración sincronizada que se produjo. Se ha destacar que, en términos de esta medida, la sincronización ha vuelto a aumentar en los últimos años en la zona del euro, una tendencia que contrasta con la observada en los países del G-7, sobre los que se dispone de menos evidencia de la existencia de un factor común que explique la reciente variación entre países del avance del PIB.

## Gráfico D

### Contribución relativa del factor común a la varianza del crecimiento del PIB real

(en porcentaje de la varianza total)



Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la proporción de la variación del crecimiento del PIB real que tiene su origen en un factor común estimado para una ventana móvil de cinco años. Este factor se aproxima por el primer componente principal de las tasas de crecimiento interanual del PIB real basadas en datos trimestrales. «Países de la zona del euro» incluye a todos los países de la zona, excepto Malta e Irlanda, por motivos de disponibilidad de datos. La última observación corresponde al primer trimestre de 2018.

**En general, la evidencia apunta a un grado de sincronización del crecimiento relativamente elevado en los países de la zona del euro.** Si bien la dinámica de crecimiento económico ha cobrado mayor impulso recientemente en una proporción mayor de economías de la zona del euro y del mundo, esta evolución ha coincidido con una disminución generalizada de la volatilidad en estas importantes economías. El aumento de la sincronización observado últimamente en los países de la zona del euro hasta alcanzar niveles relativamente altos se ve confirmado tanto por el índice de correlación que se ha calculado como por la elevada proporción de la variación estimada del crecimiento del PIB que tiene su origen en un factor común.

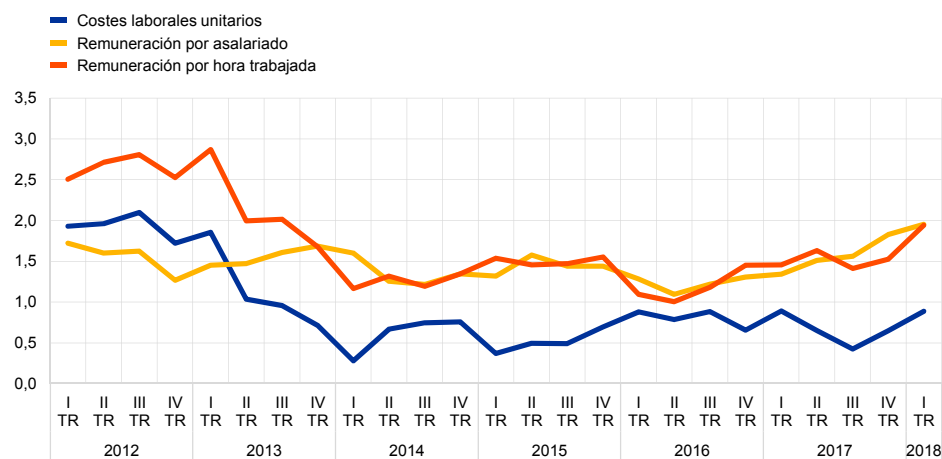
José Emilio Gumiel y Elke Hahn

**En las previsiones y proyecciones actuales se considera que el repunte de los costes laborales es una condición previa importante para que la inflación subyacente aumente de forma sostenida.** Sin embargo, las señales que ofrecen distintos indicadores de costes laborales son dispares desde hace algún tiempo. Mientras que el crecimiento salarial medido por la remuneración por asalariado o por hora trabajada se ha fortalecido claramente durante los dos últimos años, el crecimiento de los costes laborales unitarios, es decir, la tasa de avance de los salarios ajustada por la tasa de crecimiento de la productividad, se ha mantenido bastante estable en ese mismo período (véase gráfico A). Así pues, cabe preguntarse qué indicadores de costes laborales son relevantes para el mecanismo de transmisión a la inflación subyacente y para las perspectivas de dicha inflación. Con el fin de intentar arrojar algo de luz sobre este respecto, en el presente recuadro se analiza la transmisión de dos tipos diferentes de impulso macroeconómico, concretamente determinadas clases de perturbación de oferta y de demanda, en el contexto del nuevo modelo para la zona del euro (*New Area-Wide Model* o NAWM), y se comparan los resultados con la evolución observada recientemente<sup>17</sup>.

### Gráfico A

#### Remuneración por asalariado/hora trabajada y costes laborales unitarios

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Una perturbación de oferta negativa en el mercado de trabajo eleva tanto los salarios como los costes laborales unitarios, pero reduce los márgenes empresariales en el corto plazo.** En el gráfico B se ha utilizado el NAWM para

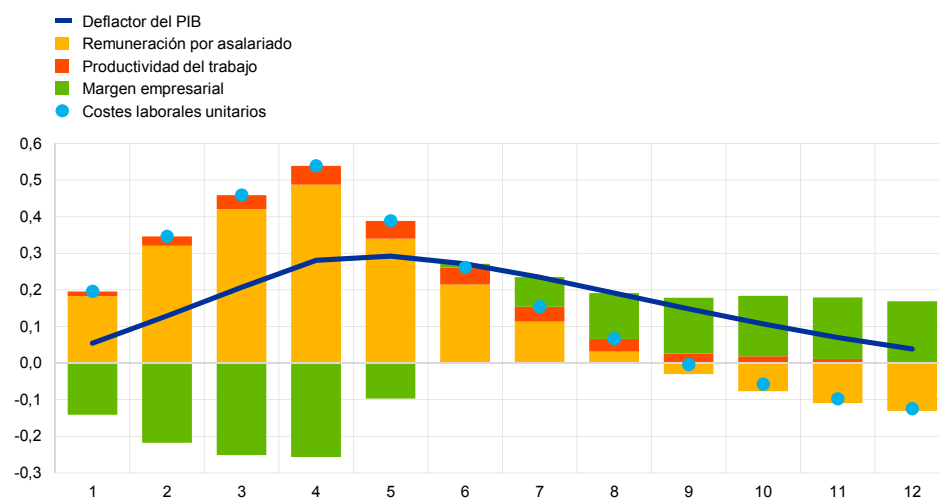
<sup>17</sup> Para más información sobre el NAWM, véase K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, «The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», *Working Paper Series*, n.º 944, BCE, octubre de 2008. Se pueden utilizar muchos otros modelos para efectuar un análisis similar.

mostrar el impacto de una perturbación de oferta en el mercado laboral<sup>18</sup> sobre el deflactor del PIB —una medida de inflación subyacente— y sus componentes. La perturbación de oferta implica un repunte de los salarios, con el consiguiente aumento de los costes y los precios de las empresas, lo que se traduce en una reducción de la demanda, del producto y del empleo. El empleo suele retroceder en menor medida que el PIB, lo que supone un descenso de la productividad del trabajo<sup>19</sup>. Esta disminución se añade a la acumulación de presiones inflacionistas derivadas de los salarios y conlleva un ascenso de los costes laborales unitarios superior al de los salarios. Las empresas que se enfrentan a una curva de demanda con pendiente descendente y a rigideces en la fijación de precios trasladarán solo parcialmente y gradualmente los incrementos de los costes a los precios, y los márgenes actuarán como amortiguador. Así pues, los patrones observables de respuestas a la perturbación de oferta muestran un aumento tanto de los salarios como de los costes laborales unitarios, cuyo impacto sobre las presiones inflacionistas se ve amortiguado en parte por la contracción de los márgenes empresariales.

### Gráfico B

#### Transmisión estilizada de una subida salarial al deflactor del PIB después de una perturbación de oferta en el NAWM

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El eje de abscisas indica los trimestres posteriores a la perturbación. La perturbación de oferta se refiere a una perturbación del margen salarial en el NAWM. Para más información sobre el modelo, véase K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, «The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», *Working Paper Series*, n.º 944, BCE, octubre de 2008. La magnitud de la perturbación se ha normalizado de manera que el incremento acumulado de la remuneración por asalariado sea del 1 % durante el primer año siguiente a la perturbación. Se supone que los impuestos indirectos netos de subvenciones responden de forma proporcional al PIB real de modo que este componente no contribuye a las variaciones del deflactor del PIB. En el NAWM, los salarios y la productividad se definen en términos de personas.

<sup>18</sup> La perturbación de oferta se refiere más concretamente a la perturbación del margen salarial (*wage mark-up shock*) del NAWM. Esta perturbación refleja las fricciones en la fijación de salarios, por ejemplo, el impacto de las reformas estructurales, o las no linealidades, como la rigidez a la baja de los salarios.

<sup>19</sup> Esto es válido si el empleo se mide en términos tanto de personas como de horas trabajadas, aunque en este último caso el ajuste es generalmente mayor —dado que es más fácil— y, por tanto, la productividad del trabajo disminuye en menor medida.

**El patrón de respuesta de los salarios y de los costes laborales unitarios después de una perturbación de demanda es cualitativamente diferente al de una perturbación de oferta.** En el gráfico C se ha utilizado el NAWM para mostrar el impacto de una perturbación de demanda<sup>20</sup> sobre el deflactor del PIB y sus componentes. Como consecuencia de la perturbación de demanda, se elevan la producción y la demanda de los factores capital y trabajo, aumentando así los salarios y el empleo. También aquí el efecto sobre el empleo es menor que sobre el PIB, lo que, en el caso de una perturbación de demanda positiva, se traduce en un repunte de la productividad del trabajo con un efecto moderador sobre los costes laborales unitarios<sup>21</sup>. Dado que las perspectivas de demanda son favorables, las empresas pueden trasladar el incremento de los costes a los precios para absorber, en sus márgenes, el aumento de la productividad y su impacto a la baja sobre los costes laborales unitarios. Así pues, en el caso de la perturbación de demanda, los salarios crecen, pero los costes laborales unitarios se moderan inicialmente y aumentan con cierto retraso. Estas respuestas son diferentes a las observadas en el caso de una perturbación de oferta, en la que las subidas salariales, amplificadas por las pérdidas de productividad, se plasman en un incremento inmediato de los costes laborales unitarios (a costa de los márgenes). Básicamente, el análisis muestra que el origen de la perturbación influye en la transmisión de la evolución de los salarios a los precios. Cuando se trata de una perturbación de demanda, las presiones inflacionistas al alza solo vienen correctamente señaladas inicialmente por la remuneración por asalariado, mientras que la evolución de los costes laborales unitarios proporciona incluso señales contradictorias en los primeros trimestres.

---

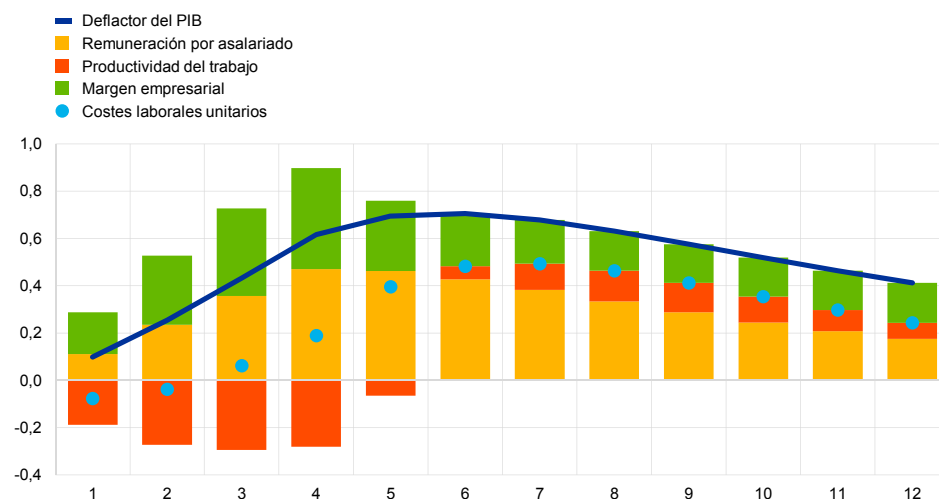
<sup>20</sup> La perturbación de demanda corresponde a la perturbación de la prima de riesgo interna en el NAWM. Esta perturbación refleja una brecha entre el tipo de interés controlado por la autoridad monetaria y la rentabilidad que exigen los hogares cuando toman sus decisiones, lo que afecta al consumo y a la inversión. Un ejemplo de perturbación de la prima de riesgo es un aumento de la incertidumbre en la economía.

<sup>21</sup> Como en el caso anterior, esto es válido para los salarios y el empleo si se miden en términos tanto de personas como de horas trabajadas. También aquí el ajuste en términos de horas trabajadas suele ser más pronunciado, lo que genera una respuesta menor de los salarios y una respuesta mayor del empleo, con un avance más lento de la productividad del trabajo medida en horas trabajadas.

### Gráfico C

#### Transmisión estilizada de una subida salarial al deflactor del PIB después de una perturbación de demanda en el NAWM

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

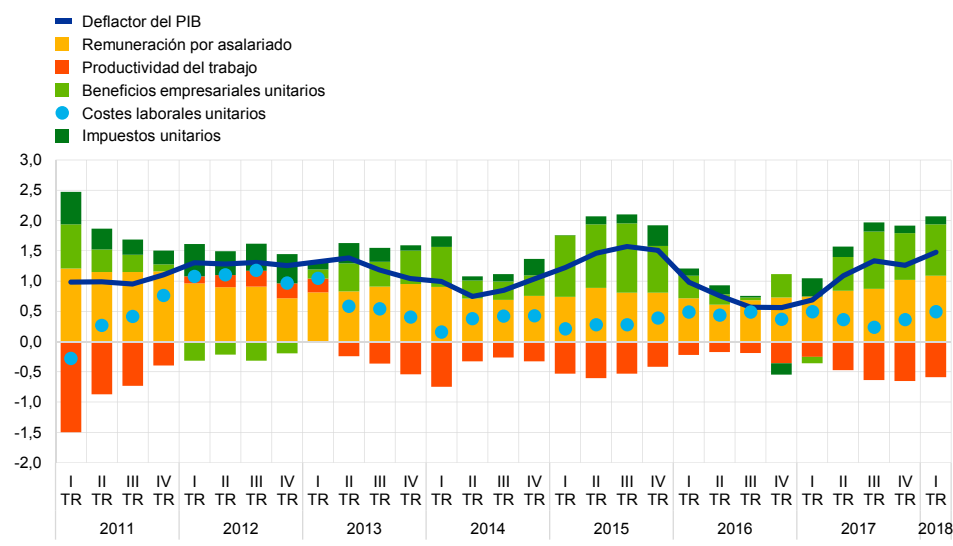
Notas: El eje de abscisas indica los trimestres posteriores a la perturbación. La perturbación de demanda se refiere a una perturbación de la prima de riesgo interna en el NAWM. Para más información sobre este modelo, véase K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, «The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», *Working Paper Series*, n.º 944, BCE, octubre de 2008. La magnitud de la perturbación se ha normalizado de manera que el incremento acumulado de la remuneración por asalariado sea del 1 % durante el primer año siguiente a la perturbación. Se supone que los impuestos indirectos netos de subvenciones responden de forma proporcional al PIB real de modo que este componente no contribuye a las variaciones del deflactor del PIB. En el NAWM, los salarios y la productividad se definen en términos de personas.

**La evolución de los distintos componentes del deflactor del PIB durante los dos últimos años se asemeja más a la de un repunte de los salarios y del deflactor del PIB impulsado por la demanda.** La tasa de crecimiento del deflactor del PIB durante ese período repuntó en un contexto de aceleración en el crecimiento de los salarios y de los márgenes respaldado por un aumento del crecimiento de la productividad del trabajo que contuvo el avance de los costes laborales unitarios e incluso llevó a un descenso transitorio de los mismos (véase gráfico D). Esta evolución se parece, en líneas generales, a la situación que se da tras una perturbación de demanda, como se ha indicado anteriormente. Por tanto, los incrementos observados en la remuneración por asalariado deberían interpretarse como señales que indican presiones al alza sobre los precios, y el reciente giro y recuperación del crecimiento de los costes laborales unitarios parece estar en consonancia con una perturbación de demanda más madura, en la que los costes laborales unitarios avanzan con cierto desfase tras el aumento que experimenta el crecimiento de la remuneración por asalariado.

## Gráfico D

### Deflactor del PIB y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**En conclusión, el análisis sustenta el supuesto de las previsiones y proyecciones actuales de que el mayor crecimiento de los salarios se traducirá en presiones al alza sobre los precios.** La evolución de los distintos componentes del deflactor del PIB se asemeja más a la de un repunte de los salarios impulsado por la demanda. Esta conclusión es acorde con el fuerte crecimiento del producto y del empleo observado en los últimos trimestres e implica que el mayor crecimiento de los salarios (más que el crecimiento relativamente estable de los costes laborales unitarios) refleja la señal relevante relativa a presiones al alza de los costes sobre la inflación subyacente<sup>22</sup>. Esto respalda el reciente interés en el crecimiento salarial como condición previa para el aumento de la inflación, y determina la importancia de la mayor confianza en la aceleración de los salarios, como corroboran, por ejemplo, los últimos datos sobre salarios negociados y el carácter generalizado del repunte del crecimiento salarial en los distintos sectores y países.

<sup>22</sup> Obsérvese que, si nos centramos en los salarios y en el empleo en términos de horas trabajadas y no de personas, la respuesta de los salarios sería menor, como se ha mencionado anteriormente. En consecuencia, la señal del mayor crecimiento de los salarios se ve reforzada por el hecho de que no solo ha estado aumentando la remuneración por asalariado, sino también la remuneración por hora.

## 5 Evolución de la concesión de préstamos hipotecarios en la zona del euro

Ramón Adalid y Matteo Falagiarda

**Parece que los préstamos a hogares para adquisición de vivienda han crecido a un ritmo moderado en los últimos años, pese a unas condiciones de financiación muy favorables, a la recuperación de la actividad económica y al dinamismo de los mercados de la vivienda<sup>23</sup>.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos ajustados concedidos a los hogares para adquisición de vivienda fue del 2,8 % en el primer trimestre de 2018, tras haber aumentado gradualmente desde un nivel algo superior al 0 % en 2014 (línea roja del gráfico A.a). Sin embargo, al analizar la evolución del crédito debe tenerse en cuenta que, en general, las cifras sobre el crecimiento de los préstamos se expresan en términos netos, es decir, la concesión de préstamos nuevos y la amortización de préstamos otorgados con anterioridad se consideran conjuntamente porque las estadísticas sobre partidas del balance se obtienen expresadas en términos de saldos. Dado que los contratos hipotecarios son a largo plazo por naturaleza, las amortizaciones tienen un impacto prolongado en las cifras netas, en especial después de un período de expansión y, por tanto, desvirtúan la dinámica actual del crédito. Con este trasfondo, en este recuadro se presentan los resultados de un método de simulación de carteras en el que los flujos crediticios netos se descomponen en concesión de nuevos préstamos y amortizaciones de préstamos vivos concedidos con anterioridad. La separación de estos dos componentes ofrece una idea mejor de la evolución actual del crédito<sup>24</sup>.

**En los últimos años, las amortizaciones de préstamos han ido lastrando cada vez más el crecimiento del crédito neto, ocultando un dinamismo creciente en la concesión de préstamos.** En el primer trimestre de 2018, la contribución de las amortizaciones a la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda fue negativa, en torno a -8 puntos porcentuales, frente a -6 puntos porcentuales justo antes de la expansión (zona sombreada en azul del gráfico A.a). En otras palabras, si la aportación de las amortizaciones se hubiera mantenido constante desde ese período, la tasa de crecimiento interanual de dichos préstamos sería actualmente 2 puntos porcentuales más alta. Se prevé que esta contribución negativa siga aumentando y que probablemente alcance su máximo en 2022, minorando el crecimiento del crédito neto alrededor de 3,5 puntos porcentuales más que antes de la expansión (esta estimación se realiza bajo el supuesto de que, en los próximos años, el volumen seguirá creciendo al ritmo actual). Se calcula que la contribución de los nuevos préstamos al crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda es de alrededor de 11 puntos porcentuales actualmente (zona sombreada en amarillo del

<sup>23</sup> El término «préstamos a hogares para adquisición de vivienda» se refiere a los préstamos destinados a financiar la inversión en vivienda para uso propio o alquiler, incluida su construcción y reformas, o la adquisición de terrenos. Los préstamos incluidos en esta categoría pueden estar garantizados o no por diversas formas de garantía real o personal. En aras de la concisión, en este recuadro, los términos «préstamos a hogares para adquisición de vivienda» y «préstamos hipotecarios» se utilizan indistintamente.

<sup>24</sup> Los detalles técnicos de la metodología se presentan en R. Adalid y M. Falagiarda, «[How repayments manipulate our perceptions about loan dynamics after a boom](#)», *Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

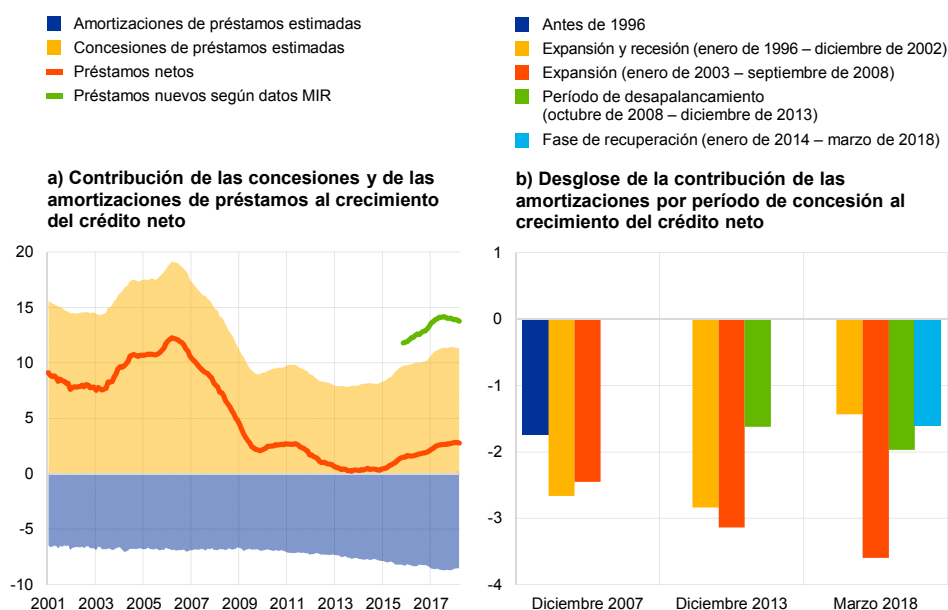


gráfico A.a). La estimación de la evolución reciente de la concesión de préstamos está en línea con los nuevos datos sobre «préstamos nuevos puros» publicados por el BCE en sus estadísticas de los tipos de interés aplicados por las instituciones financieras monetarias —MIR, en sus siglas en inglés— (línea verde del gráfico A.a). Estos datos son la información disponible que más se aproxima al concepto de concesión de préstamos, ya que reflejan los datos sobre nuevas operaciones netas de renegociaciones estadísticas. Sin embargo, incluyen algunas operaciones que pueden considerarse renegociaciones desde un punto de vista económico (por ejemplo, préstamos renegociados que dan lugar a una subrogación a otro banco y novaciones de préstamos). Ello explica que la contribución de los «préstamos nuevos puros» sea algo más elevada que la contribución de la concesión de préstamos estimada<sup>25</sup>.

### Gráfico A

#### Crecimiento neto, concesiones y amortizaciones de préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(a – tasa de crecimiento interanual y contribución en puntos porcentuales a la tasa de crecimiento interanual; b – contribución en puntos porcentuales a la tasa de crecimiento interanual)



Fuente: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los préstamos a hogares para adquisición de vivienda están ajustados de titulaciones y otras transferencias. Los préstamos ajustados antes de 2015 se obtienen asignando todos los ajustes por titulaciones y otras transferencias de préstamos a hogares a «préstamos a hogares para adquisición de vivienda». A partir de 2015, las series se ajustan utilizando los datos disponibles internamente sobre titulaciones y otras transferencias de préstamos para adquisición de vivienda. «Préstamos nuevos según datos MIR» es la ratio entre los flujos acumulados de 12 meses de los «préstamos nuevos puros» obtenidos de las estadísticas MIR y el volumen de préstamos a hogares para adquisición de vivienda. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2018.

**La creciente contribución de las amortizaciones a la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda es una consecuencia de la gran cantidad de hipotecas concedidas en el período de expansión anterior a la crisis financiera.** El carácter predeterminado de las amortizaciones hace posible identificarlas durante la vida de sus préstamos y

<sup>25</sup> Las estadísticas MIR sobre «préstamos nuevos puros» están disponibles públicamente desde agosto de 2017 e internamente desde diciembre de 2014. Los últimos datos MIR pueden consultarse en el [sitio web del BCE](#).

desglosar su aportación al crecimiento de los préstamos netos con detalle por plazos de vencimiento. La contribución de las amortizaciones de préstamos concedidos en el período de expansión ha ido en aumento en los diez últimos años, y en años recientes se han convertido en el grupo que representa una mayor proporción de las amortizaciones (gráfico A.b). El efecto retardado de estos préstamos hipotecarios refleja el hecho de que el principal se reembolsa a lo largo de un extenso período<sup>26</sup>. Este impacto retardado se intensifica porque la mayoría de los préstamos hipotecarios de la zona del euro incorpora amortizaciones crecientes durante la vida del préstamo<sup>27</sup>. Tras una fase de expansión, este mecanismo de retardo, que opera a través de las amortizaciones, tiene un efecto duradero en el volumen de préstamos, moderando su tasa de crecimiento durante muchos años después y, por tanto, desvirtuando la imagen de la dinámica crediticia que ofrecen las cifras netas. Por ello, especialmente tras fases de gran expansión del crédito, conviene examinar la concesión de préstamos en sí misma, o en relación con variables de escala alternativas, como el PIB.

**Aunque los flujos de préstamos netos sugieren que el crédito hipotecario se mantiene contenido en comparación con el período anterior a la expansión, actualmente se estima que la concesión de préstamos se sitúa alrededor de la media observada desde 2001 (gráfico B).** Esto es válido tanto cuando los flujos de préstamos interanuales se expresan en términos reales (es decir, deflactados por el deflactor del PIB) como cuando se expresan en porcentaje del PIB. En los doce meses transcurridos hasta marzo de 2018, la concesión de préstamos en términos reales ascendió a 450 mm de euros, aproximadamente (o el 4,5 % del PIB), frente a una media de 405 mm de euros desde 2001 (o una media del 4,4 % del PIB). Esto contrasta con la imagen que se obtiene analizando el crédito neto, que en marzo de 2018 se situó en niveles significativamente más bajos que en los años anteriores al período de expansión. Los datos sobre concesión de préstamos transmiten un mensaje compatible con el intenso dinamismo del precio de la vivienda observado en los últimos años, así como con la propia percepción de las entidades de crédito relativa a la evolución del crédito que se señala en la encuesta sobre préstamos bancarios (véase la sección 5 en este Boletín Económico). De acuerdo con esta encuesta, tanto los criterios de concesión como la demanda de préstamos han sustentado la dinámica de los préstamos hipotecarios durante varios años, una situación que no se observaba desde el período anterior a la crisis.

<sup>26</sup> Se estima que el plazo original medio de las hipotecas concedidas durante el período de expansión es de entre 18 y 19 años (datos obtenidos de la encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares [[Household and Finance Consumption Survey](#)]).

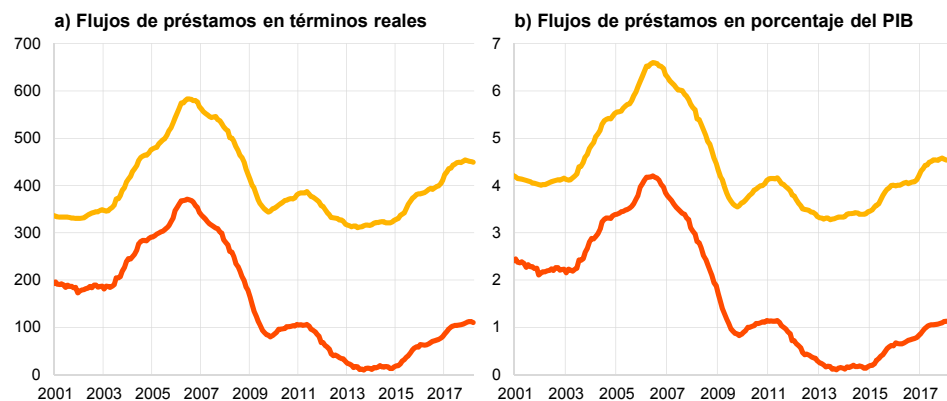
<sup>27</sup> El ejemplo más destacado es el préstamo «francés», caracterizado por una cuota mensual fija con pagos de intereses decrecientes y amortizaciones de principal crecientes a lo largo del tiempo. Dado que el método de desglose que se utiliza en este recuadro se centra en el calendario de amortización de ese tipo de préstamo, también incluye la mayoría de los contratos a tipo variable, siempre que tengan el mismo calendario de amortización que un préstamo francés equivalente.

## Gráfico B

### Flujos de préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(a – flujos acumulados de 12 meses en mm de euros, deflactados por el deflactor del PIB; b – flujos acumulados de 12 meses sobre PIB nominal)

— Préstamos netos  
— Concesión de préstamos estimada



Fuente: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los préstamos a hogares para adquisición de vivienda están ajustados de titulaciones y otras transferencias. Los préstamos ajustados antes de 2015 se obtienen asignando todos los ajustes por titulaciones y otras transferencias de préstamos a hogares a «préstamos a hogares para adquisición de vivienda». A partir de 2015, las series se ajustan utilizando los datos disponibles internamente sobre titulaciones y otras transferencias de préstamos para adquisición de vivienda. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2018.

## 6 Recomendaciones específicas por país relativas a las políticas económicas en el marco del Semestre Europeo de 2018

João Capella-Ramos

**Dentro del marco de gobernanza de la UE para la coordinación de las políticas económicas, las recomendaciones específicas por país (REP) constituyen una parte integral del proceso anual del Semestre Europeo. Las recomendaciones proporcionan orientaciones a cada Estado miembro de la UE sobre cómo abordar las reformas estructurales necesarias y los desequilibrios macroeconómicos en los 12-18 meses siguientes.**

Las REP son el instrumento utilizado para tratar las políticas económicas de los países que integran la UE como una cuestión de interés común y coordinarlas en el seno del Consejo de la Unión Europea de conformidad con el artículo 121 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Así pues, son un elemento clave del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) de la UE, cuyo objetivo es prevenir, detectar y corregir los desequilibrios macroeconómicos en cada país, con el fin de contener los riesgos para el correcto funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM). La aplicación adecuada y a su debido tiempo de las REP es crucial para reducir las vulnerabilidades y reforzar la capacidad de resistencia económica de la zona del euro y la UE en su conjunto, lo que en última instancia se plasma en un mayor potencial de crecimiento a largo plazo<sup>28</sup>. En el contexto de las REP de 2018 formuladas a 27 Estados miembros de la UE (es decir, todos salvo Grecia<sup>29</sup>), en este recuadro se analizan las recomendaciones dirigidas a 18 países de la zona del euro, excepto las que se refieren estrictamente a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE<sup>30</sup>.

**Las REP son la culminación de un proceso exhaustivo de seguimiento y vigilancia de la economía en el Semestre Europeo, que comienza en el otoño del año precedente.** Primero, el 22 de noviembre de 2017, la Comisión Europea publicó el Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento y el Informe sobre el Mecanismo de Alerta, y propuso recomendaciones relativas a la política económica de la zona del euro. En el Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento se identifican las principales prioridades de política económica para la UE en su conjunto. En el Informe sobre el Mecanismo de Alerta, los Estados miembros de la UE son analizados exhaustivamente para detectar la acumulación de desequilibrios macroeconómicos o la necesidad de corregirlos. Las recomendaciones para la zona del euro establecen las principales áreas que requieren la implementación de

<sup>28</sup> Para un análisis de la importancia de las políticas estructurales orientadas al correcto funcionamiento de la UEM y la eficacia de la política monetaria, véase el capítulo 3 de K. Masuch, R. Anderton, R. Setzer y N. Benalal, «[Structural policies in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 210, BCE, junio de 2018.

<sup>29</sup> No se formularon recomendaciones a Grecia para evitar solapamientos con las condiciones en materia de política económica impuestas en el contexto del programa de ajuste económico de este país, según lo previsto en el artículo 12 del Reglamento (UE) n.º 472/2013. Deberían volver a emitirse REP para Grecia después de que el país abandone el programa.

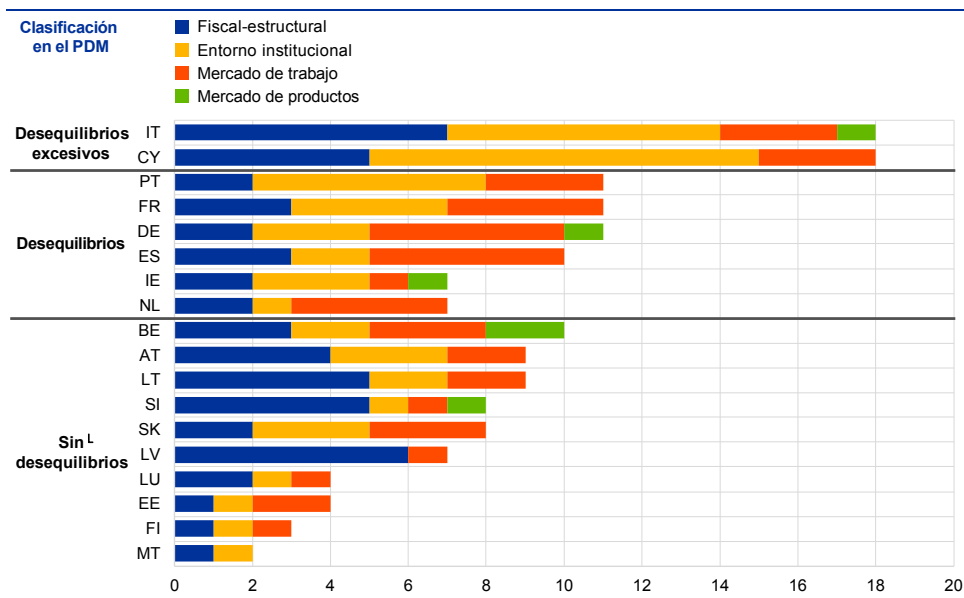
<sup>30</sup> En el recuadro titulado «[Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo de 2018](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018, se presenta información detallada sobre las REP de 2018 para la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

reformas estructurales en la zona en su conjunto. El 7 de marzo de 2018, la Comisión publicó los informes por países para todos los Estados miembros de la UE. En estos informes se analizan los avances realizados en la aplicación de reformas estructurales y, en el caso de los países previamente seleccionados en el Informe sobre el Mecanismo de Alerta, se determinan la naturaleza y la gravedad de los desequilibrios macroeconómicos identificados en los exámenes exhaustivos efectuados en el contexto del PDM. Posteriormente, el 23 de mayo de 2018, la Comisión adoptó sus propuestas para las REP de 2018. El 13 de julio de 2018, después de debatirse en los comités de la UE pertinentes y de ser adoptadas por el Consejo Europeo, el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (Consejo ECOFIN) publicó las REP de 2018 finales.

**En las recomendaciones de 2018 para la zona del euro en su conjunto se insta a los Estados miembros a que aprovechen la actual fase de crecimiento económico sólido y generalizado —en un contexto de condiciones de financiación favorables— para reforzar su potencial de crecimiento y su capacidad de resistencia económica, así como para reconstituir los colchones fiscales.** El 23 de enero de 2018, el Consejo ECOFIN publicó las recomendaciones de 2018 relativas a la política económica de la zona del euro sobre la base de la propuesta de la Comisión Europea. En ellas se exhorta a los Estados miembros, en paralelo a la ampliación de los modestos márgenes fiscales, a que apliquen políticas que respalden un crecimiento sostenible e inclusivo y mejoren la capacidad de resistencia, la convergencia y el reequilibrio económicos. A tal fin, se invita a los Estados Miembros a abordar los desafíos estructurales que siguen lastrando la economía mediante la priorización de las reformas encaminadas a aumentar la productividad y el potencial de crecimiento, la mejora del entorno institucional y empresarial, la eliminación de los obstáculos a la inversión, el fomento de la innovación, la promoción de la creación de empleo de calidad y la reducción de la desigualdad. También se les anima a que avancen con rapidez para completar la UEM, y especialmente la unión bancaria, mediante el perfeccionamiento de los mecanismos de reducción y distribución de riesgos.

## Gráfico A

REP de 2018 para los países de la zona del euro por áreas de política económica y clasificación en el PDM



Fuente: Cálculos del BCE basados en las REP de 2018.

Notas: El gráfico muestra el número de REP de 2018 para los países de la zona del euro desglosadas en áreas generales de política económica. «Fiscal-estructural» incluye principalmente la Administración Pública, el gasto asociado al envejecimiento de la población y la tributación; «Entorno institucional» incluye principalmente los sistemas judiciales, los procedimientos de insolvencia, las políticas de vivienda, el sector financiero, y la investigación y la innovación; «Mercado de trabajo» incluye principalmente los salarios y las políticas de fijación de salarios, la protección del empleo, la educación y las políticas activas del mercado de trabajo, y «Mercado de productos» incluye principalmente la normativa específica de los sectores y las barreras de acceso al mercado. No se incluyen las REC relacionadas con la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

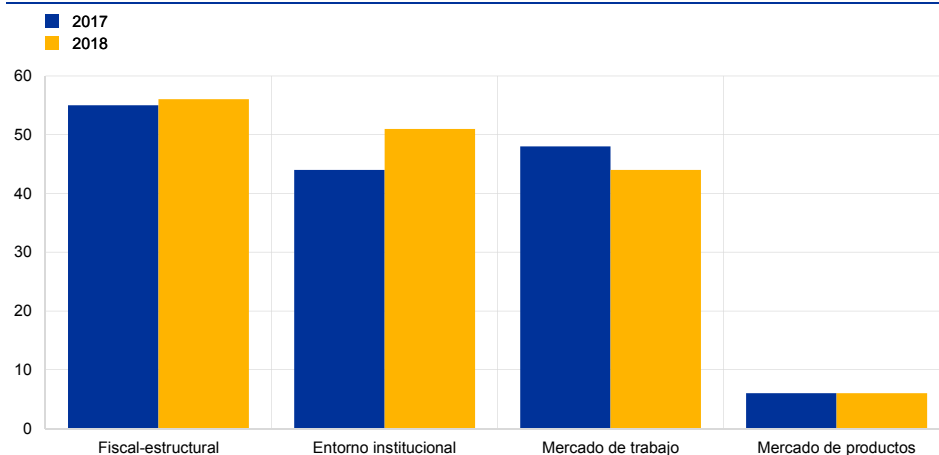
### En líneas generales, las recomendaciones específicas por país de 2018

**reiteran las prioridades establecidas en las recomendaciones de 2018 para la zona del euro en su conjunto.** El gráfico A muestra las REP de 2018 por áreas de

política económica, con especial atención a las políticas fiscales-estructurales, el entorno institucional y los mercados de trabajo y de productos. Entre las REP de 2018 relativas a las políticas fiscales-estructurales se incluyen las siguientes: garantizar la sostenibilidad a largo plazo de los sistemas de pensiones, aumentar la eficiencia del gasto público, reducir la carga fiscal sobre las rentas del trabajo y frenar el fraude y la evasión fiscales. Las REP de 2018 relacionadas con la mejora del entorno institucional incluyen medidas para mejorar el entorno empresarial, reforzar la eficacia de los sistemas judiciales y de los procedimientos de insolvencia, racionalizar los procesos burocráticos y eliminar la regulación sobre los mercados que sea ineficiente. En comparación con el año pasado, las REP de 2018 hacen un mayor hincapié en las reformas estructurales orientadas al futuro que respalden la investigación, la innovación y la educación, que podrían contribuir a impulsar y gestionar el progreso tecnológico, así como a potenciar las competencias de los trabajadores relevantes para el mercado, ayudando así a los países a afrontar los retos derivados de la transformación digital.

## Gráfico B

REP de 2017 y 2018 para los países de la zona del euro por áreas de política económica



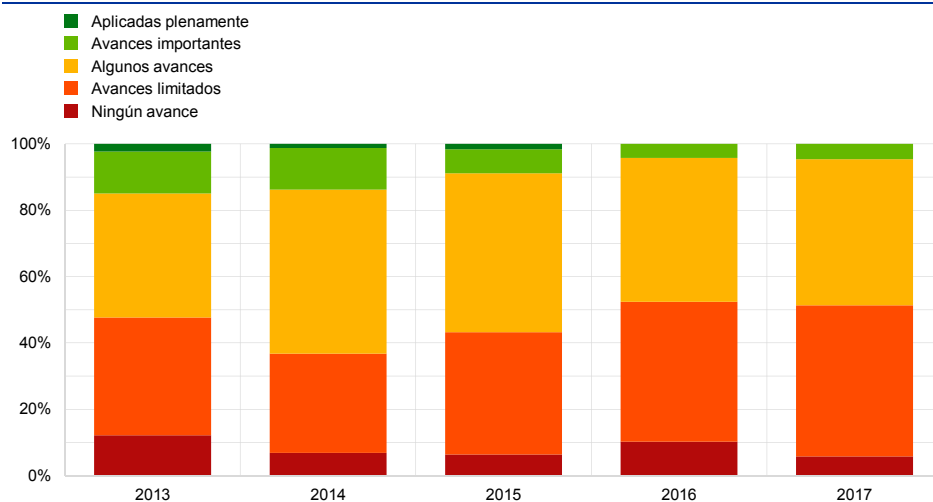
Fuente: Cálculos del BCE basados en las REP de 2018.

Notas: El gráfico muestra el número de REP de 2017 y 2018 para los países de la zona del euro desglosadas en áreas generales de política económica. «Fiscal-estructural» incluye principalmente la Administración Pública, el gasto asociado al envejecimiento de la población y la tributación; «Entorno institucional» incluye principalmente los sistemas judiciales, los procedimientos de insolvencia, las políticas de vivienda, el sector financiero, y la investigación y la innovación; «Mercado de trabajo» incluye principalmente los salarios y las políticas de fijación de salarios, la protección del empleo, la educación y las políticas activas del mercado de trabajo, y «Mercado de productos» incluye principalmente la normativa específica de los sectores y las barreras de acceso al mercado. No se incluyen las REC relacionadas con la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

**En las REP de 2018 se da menos prioridad a las reformas de los mercados de trabajo y de productos que tienen por objeto garantizar la adecuación de los salarios.** El gráfico B muestra que el número de REP relativas a las reformas de los mercados de productos sigue siendo limitado y que el de las relativas a las reformas de los mercados de trabajo ha disminuido en relación con el año pasado, aunque continúa siendo relativamente elevado. No obstante, ambas áreas son cruciales para promover la reasignación de los recursos hacia los usos más productivos y de ese modo reactivar el crecimiento de la productividad y reforzar la capacidad de resistencia económica de la UEM. En general, los mercados de trabajo y de productos deberían ser adaptables, abiertos y competitivos. A este respecto, las reformas de los mercados de productos, como la eliminación de las barreras de acceso al mercado, favorecerían la proliferación de empresas innovadoras y de emprendedores dinámicos que constituyen la base de las ganancias de productividad. Las políticas de empleo han de formularse de manera que garanticen que los salarios reflejan adecuadamente las condiciones económicas subyacentes, en línea con la productividad a escala de empresas, sectores y países, y con la cualificación de los trabajadores. De hecho, aunque es posible que las rigideces salariales sean menos evidentes en una fase de expansión económica, pueden tener un impacto negativo considerable cuando cambie el ciclo.

## Gráfico C

### Implementación de las REP durante el período 2013-2017 en los países de la zona del euro



Fuente: Cálculos del BCE basados en los informes por países de la Comisión Europea

Notas: En el gráfico se muestra la implementación de las REP en cada año según la evaluación de la Comisión Europea que se recoge en el cuadro resumen del informe sobre cada Estado miembro publicado el año siguiente. «Aplicadas plenamente»: el Estado miembro ha aplicado todas las medidas necesarias para seguir adecuadamente la REP. «Avances importantes»: el Estado miembro ha adoptado medidas que están decididamente orientadas al cumplimiento de la REP y que se han aplicado en su mayoría. «Algunos avances»: el Estado miembro ha adoptado medidas que responden en parte a la REP y/o ha adoptado medidas que responden a la REP, pero aún son necesarios esfuerzos considerables para su pleno cumplimiento, dado que solo se ha aplicado un número reducido de las medidas adoptadas. «Avances limitados»: el Estado miembro ha anunciado la adopción de ciertas medidas, aunque estas solo tienen en cuenta la REP de forma limitada, y/o ha presentado actos no legislativos, sin que se les haya dado el seguimiento necesario, en términos de puesta en práctica. «Ningún avance»: el Estado miembro no ha anunciado ni adoptado de forma creíble medidas para seguir la REP. No se incluyen las REC relacionadas con la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

### La aplicación insuficiente de las REP que se ha venido observando durante los últimos años sigue representando un desafío, dados los persistentes desequilibrios que todavía quedan por corregir<sup>31</sup>.

El gráfico C muestra que, durante el período 2013-2017, el seguimiento de la mayor parte de las REP por los Estados miembros fue, en el mejor de los casos, solo parcial. En la decepcionante trayectoria en la aplicación de reformas estructurales, debe tenerse en cuenta la actual fase de recuperación cíclica, así como la posibilidad de que la percepción de los retos en materia de política económica se haya moderado en un entorno económico y financiero favorable. Al igual que el año anterior, en febrero de 2018 la Comisión Europea llegó a la conclusión de que en la gran mayoría (es decir, más del 90 %) de las REP de 2017 únicamente se habían realizado «algunos» avances o avances «limitados» en su implementación. Solo en una de las casi 80 REP se habían logrado avances «importantes», y ninguna se había aplicado «plenamente». Además, no parece que los países con desequilibrios macroeconómicos «excesivos» hayan adoptado medidas decisivas para acelerar la aplicación de las REP de 2017, aunque hubiese sido coherente con las rigideces y vulnerabilidades que persisten en ellos. Asimismo, algunas de las REP de 2017 no se han incluido este año, pese a que solo se habían realizado «algunos» avances o incluso avances «limitados» en su aplicación y a que siguen teniendo una relevancia macroeconómica crucial (es decir, son muy importantes para reducir los

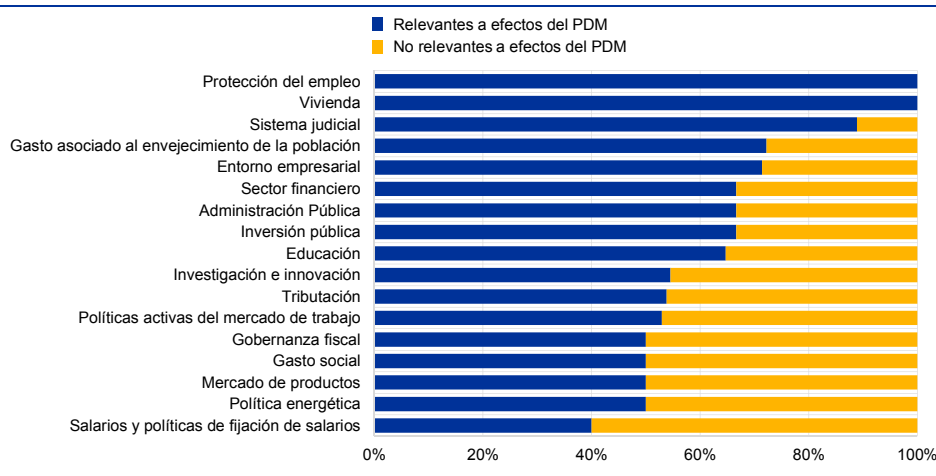
<sup>31</sup> Para obtener información más detallada, véase el recuadro titulado «La evaluación de 2018 de los desequilibrios macroeconómicos y de los avances en las reformas efectuada por la Comisión Europea», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2018.



desequilibrios macroeconómicos). Esto entraña el riesgo de enviar señales no deseadas; los esfuerzos de años anteriores por limitar el número de REP, que han simplificado el proceso, no reflejan en absoluto una mejora o fortalecimiento de las reformas estructurales.

### Gráfico D

Porcentaje de REP de 2018 para los países de la zona del euro por áreas de política económica relevantes a efectos del PDM



Fuente: Cálculos del BCE basados en las REP de 2018.

Notas: El gráfico muestra el porcentaje de REP de 2018 para los países de la zona del euro por áreas de política económica relevantes a efectos del PDM. No se incluyen las REP relacionadas con la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

### Una reorientación de las REP hacia políticas macroeconómicas cruciales que faciliten la corrección a su debido tiempo de los desequilibrios macroeconómicos podría fomentar el cumplimiento del PDM.

El gráfico D muestra que la mayoría de las REP de 2018 se consideran importantes para el cumplimiento del PDM («relevantes a efectos del PDM» se refiere a esas recomendaciones). No obstante, algunas se han incluido en esta categoría aunque pertenecen al ámbito de la coordinación económica general y solo abordan indirectamente estos desequilibrios<sup>32</sup>. Cuando la existencia de desequilibrios macroeconómicos excesivos requiere una urgencia mayor, formular recomendaciones para un amplio abanico de reformas estructurales puede desdibujar el objetivo y, en última instancia, no llevar a la adopción de medidas efectivas a corto plazo. Una priorización mejor de las REP en función de su relevancia desde el punto de vista macroeconómico podría fomentar el cumplimiento del PDM, así como contribuir a incentivar un compromiso más firme de los países con las reformas estructurales.

### La utilización íntegra y eficaz de todos los instrumentos disponibles en el marco del PDM —incluido el procedimiento de desequilibrio excesivo, su componente corrector— podría contribuir a apuntalar las recientes mejoras cíclicas a través de medidas estructurales que refuercen la capacidad de

<sup>32</sup> Para obtener información más detallada, véanse «Fiscalización del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM)», Informe Especial n.º 3, Tribunal de Cuentas Europeo, 2018, y K. Efstathiou y G. B. Wolff, «Is the European Semester effective and useful?», *Policy Contribution*, número 9, Bruegel, junio de 2018.

**resistencia de la economía y el potencial de crecimiento a medio plazo**<sup>33</sup>. El procedimiento de desequilibrio excesivo, que hasta ahora no se ha activado, tiene como principal objetivo asegurar un mayor impulso en la aplicación de políticas macroeconómicas cruciales en los países más vulnerables. Dado que ha resultado difícil reactivar el ritmo de implementación de reformas estructurales en el marco del brazo preventivo del PDM, parece razonable aplicar el procedimiento de desequilibrio excesivo a todos los países con desequilibrios macroeconómicos excesivos. Dicha aplicación garantizaría la credibilidad del PDM y, en último término, su efectividad. Además, se están considerando otros instrumentos y medidas orientados a crear los incentivos adecuados para aplicar reformas estructurales y para que los países se comprometan a ponerlas en práctica, que, si se diseñan e implementan correctamente, podrían contribuir a mejorar las débiles perspectivas de implementación de las REP en la UE.

**Las REP deberían servir de referencia fundamental para el diseño de políticas económicas sólidas en los países, garantizando así la coherencia en el tiempo.**

La Comisión Europea ha excluido gradualmente de las recomendaciones determinadas áreas que quedan cubiertas por otras vías de seguimiento, entre las que se encuentran los aspectos económicos del sector energético —que se han trasladado a los mecanismos de gobernanza de la Unión de la Energía— y los mecanismos de vigilancia y ejecución relacionados con el mercado único. En la medida en que son relevantes para la marcha general de la economía de los Estados miembros, sigue siendo esencial realizar un seguimiento continuo de estas áreas, especialmente para asegurar que la evaluación de las políticas económicas aplicadas por cada Estado miembro se lleve a cabo de forma aún más exhaustiva y coherente en el tiempo y en las distintas áreas.

---

<sup>33</sup> Para obtener información más detallada, véase «[Fiscalización del procedimiento de desequilibrio macroeconómico \(PDM\)](#)», Informe Especial n.º 3, Tribunal de Cuentas Europeo, 2018.

# Artículos

## 1 Evolución de las prácticas de rendición de cuentas del BCE durante la crisis

Nicolò Fraccaroli, Alessandro Giovannini y Jean-François Jamet

*En este artículo se analiza la evolución de las prácticas de rendición de cuentas del BCE durante la crisis financiera. Tras describir los retos derivados de la crisis y los cambios resultantes de la atribución de nuevas funciones de supervisión al BCE, se proporciona evidencia sobre cómo se ha concretado la rendición de cuentas de la institución en el contexto de su relación con el Parlamento Europeo, en consonancia con el papel clave de este último establecido en los Tratados. Basándose en el marco de rendición de cuentas recogido en el Derecho primario, el BCE y el Parlamento Europeo han aumentado la frecuencia con la que interactúan, han adoptado nuevas formas de interacción y han delimitado más claramente los temas abordados en sus intercambios, lo que ha facilitado un escrutinio más riguroso de las políticas del BCE. Esto ha brindado al BCE más oportunidades para explicar sus decisiones y demostrar que actúa con arreglo a su mandato democrático, pilar fundamental de su legitimidad.*

### 1 Introducción

**La crisis financiera que comenzó en 2007-2008 planteó varios retos para los bancos centrales de todas las economías avanzadas.** Para cumplir sus mandatos durante la crisis, los bancos centrales adoptaron una serie de medidas de política monetaria recurriendo tanto al conjunto de herramientas convencionales como a otras no convencionales, y en algunos casos también asumieron nuevas responsabilidades. Como resultado, estas instituciones han sido objeto de especial atención y escrutinio, en línea con la necesidad de que las autoridades independientes rindan cuentas ante los órganos democráticamente elegidos. Sin embargo, la variedad y el carácter novedoso de las medidas de los bancos centrales pusieron a prueba los mecanismos de rendición de cuentas existentes, dado que las medidas dificultaron el seguimiento y el escrutinio de la política monetaria.

**El BCE no fue una excepción, y la evolución de su papel durante la crisis fue acompañada de una evolución acorde de sus prácticas de rendición de cuentas.** Al igual que otros bancos centrales, el BCE adoptó diversas medidas de política monetaria para preservar la estabilidad de precios, lo que contribuyó a la

recuperación económica de la zona del euro<sup>34</sup>. No obstante, el BCE tuvo que actuar en el entorno institucional único que es la zona del euro, en el que, durante la crisis, la integridad de la unión monetaria se puso en entredicho y la fragmentación financiera dificultó la transmisión de la política monetaria. En este contexto se enmarca la declaración de julio de 2012 del presidente del BCE, Mario Draghi, en la que afirmó que, de acuerdo con su mandato, el BCE haría todo lo que fuese necesario para preservar el euro<sup>35</sup>. Asimismo, el BCE asumió nuevas funciones como supervisor micro y macroprudencial, y se le pidió que brindara asesoramiento en programas de asistencia financiera junto con el Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea. A pesar de que se crearon mecanismos de rendición de cuentas específicos para sus nuevas funciones de supervisión bancaria, dado que el marco del Tratado que regula la rendición de cuentas no se modificó, en algunos ámbitos la percepción era que la rendición de cuentas por parte del BCE no se había adaptado al nuevo entorno<sup>36</sup>. En este artículo se defiende que este hecho de centrarse en el *marco* formal de rendición de cuentas hace que no se aprecien las *prácticas* seguidas por el BCE en este ámbito durante la crisis.

**El fortalecimiento de la rendición de cuentas del BCE ha sido especialmente ostensible en su relación con el Parlamento Europeo, en consonancia con el papel clave de este último establecido en los Tratados.** El BCE está sujeto al escrutinio de los ciudadanos europeos y, tal como se subraya en un artículo del Boletín Mensual del BCE de 2002<sup>37</sup>, los Tratados asignan al Parlamento Europeo —como órgano representativo de la ciudadanía de la UE— un papel central en la exigencia de rendición de cuentas al BCE. A partir de las disposiciones del Derecho primario, antes de la crisis ya se habían establecido detalladas prácticas de rendición de cuentas, por lo que no debería sorprender que el Parlamento Europeo fuera el foro principal y natural para canalizar la exigencia de una mayor rendición de cuentas al BCE durante la crisis. Aunque otras instituciones, agentes y canales de comunicación de la UE también tienen un papel destacado, este artículo se centra en la relación activa del BCE con el Parlamento Europeo.

**Las prácticas de rendición de cuentas del BCE han evolucionado para responder a las nuevas exigencias.** Tras explicar el concepto de rendición de cuentas y el marco establecido en los Tratados para exigir que el BCE rinda cuentas por sus actuaciones (sección 2), en este artículo se analiza el aumento de los retos

---

<sup>34</sup> Para obtener una visión general del uso de los instrumentos de política monetaria y del marco operativo del Eurosistema desde la crisis, véanse I. Álvarez *et al.*, «[The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2012](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 188, BCE, mayo de 2017, y el documento del grupo de trabajo (Task Force) sobre el uso de instrumentos de política monetaria, «[The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and its monetary policy implementation framework Q2 2016 – Q4 2017](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 209, BCE, abril 2018.

<sup>35</sup> Véase M. Draghi, «[Verbatim of the remarks made by Mario Draghi](#)», discurso pronunciado en la conferencia Global Investment Conference, Londres, 26 de julio de 2012.

<sup>36</sup> Sin embargo, se ha de señalar que los mecanismos de rendición de cuentas establecidos en la arquitectura de la Unión Económica y Monetaria (UEM) ya habían sido objeto de análisis crítico por parte de la comunidad académica antes de la crisis. Véase, por ejemplo, F. Amténbrink, «[On the Legitimacy and Democratic Accountability of the European Central Bank: Legal Arrangements and Practical Experience](#)», en A. Arnulf y D. Wincott, (eds.), *Accountability and Legitimacy in the European Union*, Oxford University Press, 2002, pp. 147-163.

<sup>37</sup> Véase el artículo titulado «[La rendición de cuentas del BCE](#)», Boletín Mensual, BCE, noviembre de 2002.

y de la sensibilización de los ciudadanos resultante de la crisis (sección 3). Aunque el artículo se centra en la rendición de cuentas relacionada con las funciones de banca central, en el recuadro 1 de la sección 3 se examina el marco específico de rendición de cuentas de la función de supervisión bancaria. En la sección 4 se presenta nueva evidencia cuantitativa y cualitativa de cómo se intensificó y evolucionó la interacción del BCE con el Parlamento Europeo durante la crisis en términos de frecuencia, modalidades y cuestiones tratadas. Este análisis se acompaña de más información sobre la evolución y la intensidad de las comparecencias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON) del Parlamento Europeo a través de un análisis de textos en el recuadro 2. Por último, en la sección 5 se resumen los principales temas tratados en el artículo y se concluye con las perspectivas sobre el futuro de la rendición de cuentas del BCE.

## 5 Conclusiones

**En este artículo se ha presentado evidencia cuantitativa y cualitativa sobre la evolución de las prácticas de rendición de cuentas del BCE en respuesta a la exigencia de un escrutinio más riguroso a raíz de la crisis.** Aunque las disposiciones en materia de rendición de cuentas del Tratado no se han modificado, sí se ha creado un nuevo marco para tener en cuenta las nuevas funciones de supervisión encomendadas al BCE. Además, dentro del marco existente, el BCE y el Parlamento Europeo han aumentado la frecuencia con la que interactúan, han adoptado nuevas formas de interacción y han delimitado más claramente los temas abordados en sus intercambios en respuesta a la demanda de un mayor escrutinio de las actuaciones del BCE. Por un lado, esto se ha traducido en un mejor uso por parte del Parlamento Europeo de los mecanismos de rendición de cuentas disponibles. Por otro, el BCE también tiene interés en reforzar sus prácticas de rendición de cuentas ante el Parlamento Europeo como parte del esfuerzo por explicar sus políticas en un entorno más complejo.

**El esfuerzo conjunto de ambas instituciones permitió garantizar un alto grado de rendición de cuentas del banco central durante toda la crisis.** El marco preexistente facilitó un mayor escrutinio y así quedó probada su solidez. El BCE pudo explicar y demostrar que actuaba con arreglo a su mandato democrático, que es un pilar fundamental de su legitimidad.

**Pese a la evolución de las prácticas de rendición de cuentas del BCE, sigue siendo elevada la demanda de mayor escrutinio por parte de los ciudadanos.** Según datos del Eurobarómetro<sup>38</sup>, el conocimiento del BCE por parte del público continúa aumentando, mientras que la confianza en la institución se ha ido recuperando paulatinamente desde 2014. Aunque el fomento de un mayor conocimiento entre los ciudadanos de las interrelaciones económicas y financieras

---

<sup>38</sup> Según la última encuesta del Eurobarómetro (noviembre de 2017), el 39 % de los encuestados en la zona del euro tendía a confiar en el BCE (el mayor nivel desde otoño de 2011) y el 47 % tendía a no confiar (el resto «no sabe/no contesta»).

les ayuda a entender mejor las políticas del BCE<sup>39</sup>, la rendición de cuentas sigue siendo indispensable para la institución como medio para explicar sus actuaciones a la ciudadanía y contribuir así a generar confianza, lo que en sí mismo es un pilar esencial de la independencia del banco central.

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

---

<sup>39</sup> Véase B. Cœuré, «[Independence and accountability in a changing world](#)», discurso pronunciado con motivo de la presentación del informe de Transparencia Internacional UE titulado «Two sides of the same coin? Independence and accountability of the European Central Bank», Bruselas, 28 de marzo de 2017.

## 2 Medición de la fragmentación del mercado interbancario a un día sin garantía de la zona del euro desde la perspectiva de la transmisión de la política monetaria

Jens Eisenschmidt, Danielle Kedan y Robin Tietz

El mercado monetario a un día desempeña un importante papel en la aplicación y la transmisión de la política monetaria en la zona del euro. La fragmentación del mercado monetario es una señal de disfunciones en el mecanismo de transmisión que hace aconsejable realizar un estrecho seguimiento de un conjunto de indicadores adecuados. En este artículo se consideran los conceptos de fragmentación y su medición, y se propone una nueva medida de la fragmentación desde la perspectiva de la transmisión de la política monetaria.

### 1 Introducción

**El mercado monetario a un día es el punto de partida del mecanismo de transmisión de la política monetaria.** Las expectativas sobre la senda que seguirán los tipos de interés oficiales del BCE anclan la trayectoria esperada de los tipos a un día. A su vez, estos tipos se utilizan como anclaje de toda la curva de rendimientos, ya que los tipos a largo plazo más relevantes para la actividad económica son una función de las expectativas de los tipos a un día en el futuro más las primas de riesgo. Por lo tanto, un mercado monetario a un día no fragmentado que funcione correctamente es importante para la transmisión de la política monetaria.

**El segmento interbancario a un día sin garantía es especialmente importante porque la formación de precios en este mercado posiblemente presente el vínculo más estrecho con la política monetaria.** El segmento de operaciones sin garantía sigue teniendo gran relevancia para la aplicación y la transmisión de la política monetaria, pese al desplazamiento secular que ha experimentado la actividad en los mercados monetarios de la zona del euro en favor de las operaciones con garantía<sup>40</sup>. En este segmento, los precios reflejan la evolución de la oferta y de la demanda de reservas del banco central. Por sí misma, la formación de precios está determinada principalmente por la liquidez y depende de factores que están bajo el control directo del banco central: i) los tipos de interés oficiales, y ii) el volumen de reservas que proporciona el banco central. En cambio, la demanda de reservas del banco central no necesariamente es el factor determinante en la formación de precios en el mercado monetario de operaciones con garantía. En la mayoría de las operaciones *repo*, los precios vienen determinados por la oferta y la demanda de activos de garantía. Aunque la política monetaria puede influir en el

<sup>40</sup> Para un análisis más detallado de la disminución de la actividad en el mercado monetario sin garantía, véanse «Euro money market study 2014», BCE, abril de 2014, y «Financial integration in Europe», BCE, mayo de 2018, p. 135.

mercado a efectos de los activos de garantía<sup>41</sup>, factores exógenos, como la regulación<sup>42</sup>, también son importantes.

**La fragmentación es una señal de disfunciones en la transmisión inicial de la política monetaria, lo que puede reducir su eficacia para influir en las condiciones generales de concesión de crédito a los hogares y las empresas.**

Los primeros indicios de tensiones en los mercados durante la crisis financiera se hicieron evidentes en el segmento interbancario sin garantía. Por consiguiente, el BCE —al igual que otros bancos centrales— realizó un estrecho seguimiento de la evolución de los mercados de financiación interbancaria a lo largo de la crisis, como quedó patente en publicaciones oficiales, en discursos y en las reseñas de las reuniones de política monetaria<sup>43</sup>. Para afrontar las disfunciones detectadas en el mercado interbancario, el BCE introdujo diversas medidas, como los procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, operaciones de financiación a plazo más largo adicionales y líneas *swap* temporales de provisión de liquidez con otros bancos centrales.

**A raíz de la crisis financiera, aumentaron los trabajos de investigación académica sobre los mercados interbancarios para mejorar el conocimiento de su estructura y su funcionamiento, así como las causas y el grado de tensión y fragmentación de estos mercados.**

Por ejemplo, Heider *et al.* desarrollan un modelo de financiación en el mercado interbancario con riesgo de contraparte y analizan cómo la información privada sobre los riesgos de que disponen las entidades de crédito afecta a las operaciones de liquidez y a la determinación del precio de la liquidez en este segmento del mercado<sup>44</sup>. Eisenschmidt y Tapking muestran que la inquietud acerca del acceso al mercado en el futuro puede hacer que las entidades incrementen los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos o prescindan totalmente del crédito interbancario<sup>45</sup>. Cocco *et al.* y Bräuning y Fecht llegan a la conclusión de que las relaciones crediticias son un importante factor determinante de la disponibilidad de financiación y del tipo de interés al que las entidades de crédito pueden obtener financiación en

<sup>41</sup> Esto puede suceder por canales tanto indirectos (por ejemplo, a través del sistema de activos de garantía del banco central) como directos (por ejemplo, a través de programas de compra de activos del banco central).

<sup>42</sup> Para un análisis más detallado de los posibles efectos de la regulación en los mercados monetarios con garantía, véase M. Grill, J. Jakovicka, C. Lambert, P. Nicoloso, L. Steininger y M. Wedow, «Recent developments in euro repo markets, regulatory reforms and their impact on repo market functioning», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2017, pp. 158-171.

<sup>43</sup> Véanse, por ejemplo, «Consecuencias de las tensiones observadas en el mercado monetario en el proceso de transmisión de los tipos de interés aplicados por las IFM», *Boletín Mensual*, recuadro 5, BCE, diciembre de 2008, pp. 47-62; «Restarting a Market: The Case of the Interbank Market», discurso pronunciado por Lorenzo Bini Smaghi, 1 de diciembre de 2008; C. Jackson y M. Sim, «Recent Developments in the Sterling Overnight Money Market», *Quarterly Bulletin*, Bank of England, III TR 2013, pp. 223-232; «Stress in Bank Funding Markets and Implications for Monetary Policy», *Global Financial Stability Report*, capítulo 2, FMI, octubre de 2008.

<sup>44</sup> F. Heider, M. Hoerova y C. Holthausen, «Liquidity hoarding and interbank market rates: The role of counterparty risk», *Journal of Financial Economics*, vol. 118, número 2, 2015, pp. 336-354.

<sup>45</sup> J. Eisenschmidt y J. Tapking, «Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets», *Working Paper Series*, n.º 1025, BCE, marzo de 2009.



el mercado interbancario<sup>46</sup>. Frutos *et al.* examinan las tensiones en el mercado interbancario europeo utilizando datos de sistemas de pago, y consideran que el mayor riesgo de contraparte de los prestatarios de países que no constituyen el núcleo de la zona del euro se tradujo en una disminución de los préstamos concedidos por las entidades de crédito de los países del núcleo de la zona<sup>47</sup>. García de Andoain *et al.* y Mayordomo *et al.* elaboran indicadores de la fragmentación del mercado interbancario basándose en los diferenciales de tipos de interés<sup>48</sup>.

**Este artículo contribuye a la literatura sobre la medición de la fragmentación desde la perspectiva de la transmisión de la política monetaria.** En la sección 2 se consideran los conceptos de fragmentación y se describen algunas de las medidas existentes. En la sección 3 se explica cómo se puede construir un indicador de fragmentación basado en las operaciones en el mercado monetario a un día sin garantía, y en la sección 4 se analizan las propiedades del nuevo indicador comparándolo con indicadores ya disponibles.

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

---

<sup>46</sup> J. F. Cocco, F. J. Gomes y N. C. Martins, «Lending relationships in the interbank market», *Journal of Financial Intermediation*, vol. 18, número 1, 2009, pp. 24-48, y F. Bräuning y F. Fecht, «Relationship Lending in the Interbank Market and the Price of Liquidity», *Review of Finance*, vol. 21, número 1, 2017, pp. 33-75.

<sup>47</sup> J. C. Frutos, C. García de Andoain, F. Heider y P. Papsdorf, «Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis», *Working Paper Series*, n.º 1925, BCE, junio de 2016.

<sup>48</sup> C. García de Andoain, P. Hoffman y S. Manganelli, «Fragmentation in the euro overnight unsecured money market», *Economic Letters*, vol. 125, número 2, 2014, pp. 298-302, y S. Mayordomo, M. Abascal, T. Alonso y M. Rodríguez-Moreno, «Fragmentation in the European interbank market: Measures, determinants, and policy solutions», *Journal of Financial Stability*, vol. 16, 2015, pp. 1-12.

## El consumo privado y sus determinantes en la expansión económica actual

Maarten Dossche, Magnus Forsells, Luca Rossi y Grigor Stoevsky

En este artículo se documenta el papel clave que ha desempeñado el consumo privado en el crecimiento reciente del producto (2013-2018), y se plantea cuánto tiempo puede continuar la expansión actual del consumo y si es autosostenida. A tal fin, el artículo trata de determinar la importancia relativa de los diferentes factores impulsores del consumo, como la recuperación del mercado de trabajo, la orientación acomodaticia de la política monetaria, la caída de los precios del crudo en 2014-2015, el incremento de los precios de los activos, la relajación de las condiciones crediticias y los procesos de desapalancamiento. Habida cuenta de que el retroceso que experimentó el consumo entre 2008 y 2013 fue muy heterogéneo en los distintos países, este artículo también arroja luz sobre hasta qué punto la expansión actual ha dado lugar realmente a un aumento neto del consumo en la última década, lo que es relevante porque el consumo privado es asimismo uno de los principales indicadores del bienestar económico de los hogares.

Aunque el crecimiento del consumo ha sido reducido si se compara con períodos de expansión anteriores, desde 2013 ha superado las expectativas iniciales. El avance ha estado impulsado principalmente por la recuperación del mercado de trabajo, pese a que, en algunos países y en determinados colectivos de trabajadores, el desempleo se mantiene en niveles más elevados que antes de 2008. De cara al futuro, a medida que los mercados laborales sigan mejorando, el consumo privado debería continuar creciendo en todos los países y colectivos. A través de su impacto en el mercado de trabajo, la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE está contribuyendo no solo a incrementar el consumo privado, sino también a reducir la desigualdad. Asimismo, existe poca evidencia de que los bajos tipos de interés hayan provocado un aumento generalizado del endeudamiento de los hogares, lo que respalda la sostenibilidad de la expansión económica general.

### 1 Introducción

**El consumo privado de la zona del euro ha desempeñado un papel destacado en la expansión económica actual desde su inicio en 2013.** En algunos países de la zona, el avance inicial del consumo privado fue incluso más intenso que el de la inversión, que suele ser el componente de la demanda que más rápido crece durante una expansión económica. Transcurridos cinco años desde el comienzo de la fase expansiva en curso, la pregunta es cuánto tiempo puede continuar avanzando el consumo al ritmo actual. Así pues, para analizar las perspectivas económicas de la zona del euro en la actualidad es esencial identificar los factores determinantes del aumento reciente del consumo privado.

**El enfoque analítico adoptado en este artículo se ha visto influido por las lecciones extraídas de la crisis financiera.** Desde hace tiempo se reconoce que determinados aspectos de los datos no son acordes con la teoría del ciclo vital/renta

permanente, que sugiere que el consumo privado no debería reaccionar a variaciones transitorias de la renta<sup>49</sup>. Esto ha generado varias extensiones de la teoría del consumo (en las que se incluyen la incertidumbre sobre la renta y las restricciones de liquidez) que subrayan la importancia de las características de cada hogar<sup>50</sup>, importancia que volvió a hacerse patente en la evolución económica registrada durante y después de la Gran Recesión. Por tanto, en este artículo se presenta evidencia sobre los determinantes del consumo privado desde una perspectiva agregada y desagregada, incluida su interacción con la desigualdad de la renta y de la riqueza. Además, el entorno macroeconómico de cada país ha influido notablemente en la dinámica del consumo privado en los distintos países de la zona del euro, en particular a través de las condiciones de los mercados de trabajo y de la vivienda. Así pues, cuando corresponde, la dimensión nacional se analiza en mayor profundidad.

**Este artículo se estructura como sigue.** En la sección 2 se analiza la fortaleza del crecimiento del consumo en la expansión actual, desde una perspectiva histórica y en distintos países y categorías de consumo. En la sección 3 se examinan los determinantes de la renta real de los hogares, y en la sección 4, la evolución de la riqueza y el endeudamiento de este sector. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones y se consideran las perspectivas de crecimiento del consumo. En el recuadro 1 se ofrece evidencia más detallada sobre la importancia de los efectos renta y riqueza para el consumo privado de la zona del euro, y en el recuadro 2 se examina la interacción entre la política monetaria, la desigualdad de los hogares y el consumo privado.

## 5 Conclusiones

**El consumo privado ha sido un determinante fundamental de la reciente expansión económica, pero todavía existe margen para un mayor crecimiento.**

En la zona del euro, el consumo privado se ha recuperado claramente de las pérdidas sufridas durante la crisis financiera. Aunque su crecimiento ha sido reducido en relación con el observado en expansiones anteriores, desde 2013 ha superado las expectativas iniciales. Este avance ha estado impulsado principalmente por la recuperación del mercado de trabajo, pese a que, en algunos países y en determinados colectivos de trabajadores, el desempleo permanece en niveles más altos que antes de la crisis financiera. De cara al futuro, a medida que los mercados laborales continúen mejorando, la confianza de los consumidores debería mantenerse en cotas elevadas y el consumo privado debería continuar aumentando (véase gráfico 21).

---

<sup>49</sup> Véanse M. Friedman, «A Theory of the Consumption Function», Oxford Publishing Company, 1957, y R. Hall, «Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence», *Journal of Political Economy*, vol. 86, 1978, pp. 971-987.

<sup>50</sup> Véanse, por ejemplo, A. Deaton, «Saving and liquidity constraints», *Econometrica*, vol. 59, 1991, pp. 1221-1248; J. Stein, «Prices and trading volume in the housing market: a model with down-payment effects», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, 1995, pp. 379-406, y S. Ahn, G. Kaplan, B. Moll, T. Winberry y C. Wolf, «When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality», *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 32, 2017.

## Gráfico 21

### Variación de la tasa de paro y confianza de los consumidores

(escala izquierda: variaciones interanuales en puntos porcentuales; escala derecha: saldos)



Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros), Eurostat y cálculos del BCE.

### La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE ha contribuido considerablemente al avance del consumo privado.

Existe cada vez más evidencia de que la política monetaria respalda el consumo privado, sobre todo a través de su efecto en los hogares con restricciones financieras (en situación de desempleo o endeudados, por ejemplo). Esto pone de relieve el papel de la heterogeneidad en la transmisión de la política monetaria. Al mismo tiempo, las políticas monetarias acomodaticias también han tenido un impacto directo reduciendo la desigualdad de la renta y de la riqueza. Por último, apenas se dispone de evidencia de que los bajos tipos de interés hayan provocado un aumento generalizado del endeudamiento de los hogares, lo que refuerza la opinión de que, en conjunto, la expansión económica es sostenible.

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

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

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

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-18-005-ES-N (edición electrónica)