

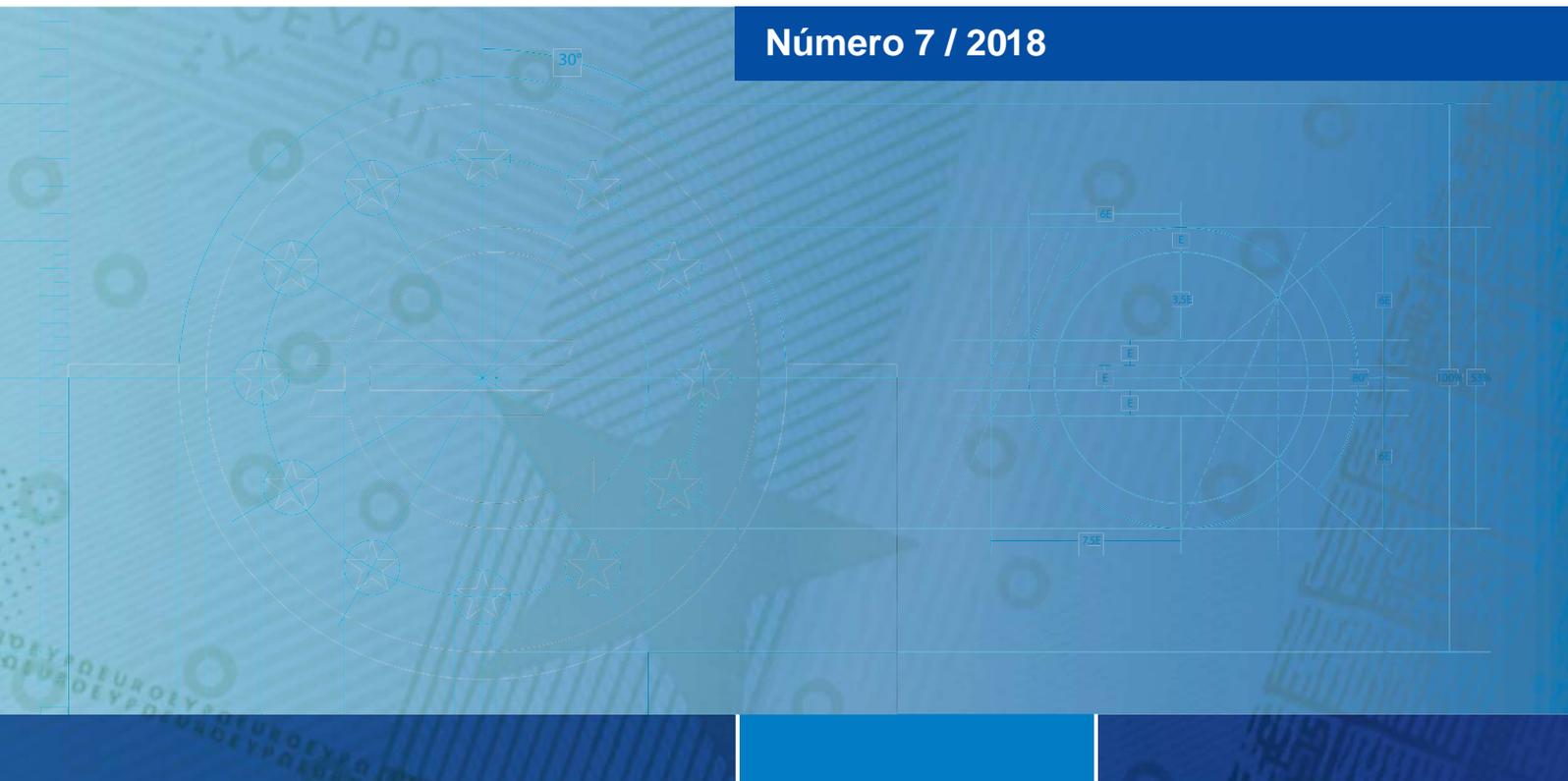


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 7 / 2018



Índice

Índice	1
Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	10
3 Actividad económica	13
4 Precios y costes	18
5 Dinero y crédito	21
Recuadros	26
1 Adquisiciones de bonos verdes en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema	26
2 Desagregación geográfica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro	33
3 La inversión en activos intangibles en la zona del euro	38
4 La digitalización y su impacto en la economía: información de una encuesta a grandes empresas	43
5 El papel de los precios de la energía en la inflación reciente desde la perspectiva de los distintos países	51
Artículos	56
1 El producto potencial en el período posterior a la crisis	56
2 La situación del mercado de la vivienda en la zona del euro	59

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

La información disponible desde que tuvo lugar la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada en septiembre, pese a que indica una evolución algo más débil de lo previsto, sigue siendo acorde, en conjunto, con una expansión generalizada y sostenida de la economía de la zona del euro y con un aumento gradual de las presiones inflacionistas. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados. Al mismo tiempo, los riesgos relacionados con el proteccionismo, las vulnerabilidades en las economías emergentes y la volatilidad de los mercados financieros siguen siendo importantes. Con todo, la fortaleza subyacente de la economía sigue reforzando 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 eliminación gradual de las compras netas de activos. No obstante, todavía es necesario un estímulo monetario significativo que respalde un mayor aumento de las presiones inflacionistas internas y la evolución de la inflación general a medio plazo. Este respaldo 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 las indicaciones más detalladas sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE (*forward guidance*) que ofrezca el Consejo de Gobierno. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la manera adecuada, con el fin de asegurar que la inflación continúe avanzando de forma sostenida hacia su objetivo.

Los indicadores de opinión sobre el crecimiento económico mundial se han deteriorado recientemente, en consonancia con la maduración del ciclo económico mundial. El dinamismo del comercio mundial se ha moderado en un entorno de medidas y de amenazas relacionadas con el aumento de los aranceles comerciales por parte de Estados Unidos, así como de posibles represalias de los países afectados, si bien, a corto plazo, las perspectivas siguen siendo estables. Las condiciones financieras globales continúan siendo favorables para las economías avanzadas, aunque están generando dificultades para las emergentes.

En la zona del euro, los rendimientos de la deuda soberana se han incrementado en un contexto de aumento de los tipos de interés libres de riesgo a escala mundial y de crecientes tensiones en los mercados de deuda soberana de algunos países de la zona. Al mismo tiempo los precios de las acciones han disminuido, lo que refleja una mayor percepción de riesgo. En cambio, los diferenciales de los rendimientos de la renta fija privada apenas han variado. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha mantenido prácticamente estable.

El PIB real registró un incremento intertrimestral del 0,4 % en el primer y el segundo trimestre de 2018. De cara al futuro, la información más reciente sigue siendo acorde, en general, con el escenario base del Consejo de Gobierno de una expansión generalizada y sostenida de la economía. Sin embargo, algunos acontecimientos recientes en sectores concretos están afectando al perfil de crecimiento a corto plazo. Las medidas de política monetaria del BCE continúan sosteniendo la demanda interna. El consumo privado se está viendo favorecido por el crecimiento continuo del empleo y por el aumento de los salarios. La inversión empresarial está respaldada por la fortaleza de la demanda interna, las favorables condiciones de financiación y la rentabilidad de las empresas. La inversión en vivienda sigue siendo sólida. Además, se espera que la expansión de la actividad mundial continúe impulsando las exportaciones de la zona del euro, aunque a un ritmo más lento.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2,1 % en septiembre de 2018, frente al 2 % registrado en agosto, 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 en los próximos meses. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, han aumentado desde los mínimos observados anteriormente. Las presiones de costes de origen interno están intensificándose y generalizándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensiones en los mercados de trabajo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente repunte hacia finales de año y siga incrementándose en el medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica y el mayor crecimiento de los salarios.

El análisis monetario muestra que el crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 3,5 % en septiembre de 2018, frente al 3,4 % registrado en agosto. El crecimiento de los préstamos al sector privado siguió fortaleciéndose, prolongando la tendencia al alza observada desde principios de 2014. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2018 indica que el crecimiento de los préstamos sigue estando respaldado por el aumento de la demanda en todas las categorías de préstamos y por las favorables condiciones de los préstamos a empresas y para adquisición de vivienda.

Combinando los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno concluyó 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.

Basándose en esta valoración, 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 convergencia sostenida y continuada 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

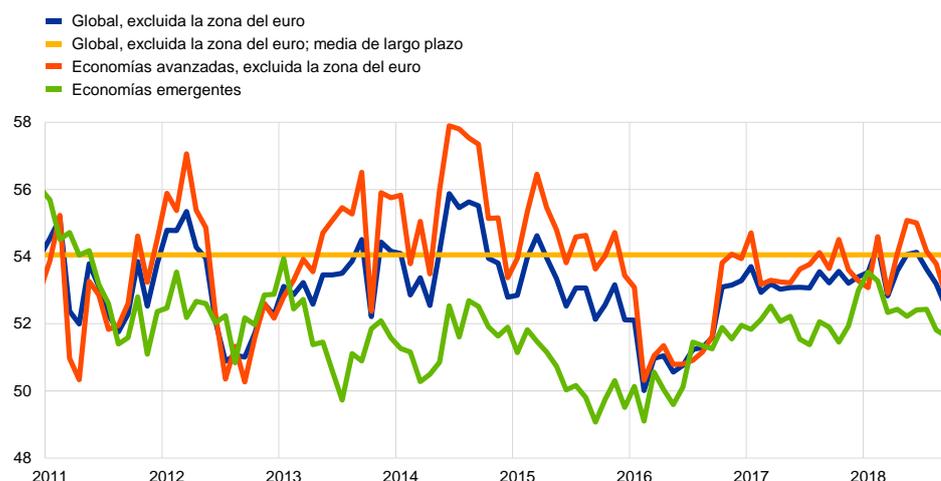
realizando adquisiciones netas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) al nuevo ritmo de 15 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre de 2018. Por otro lado, anticipa que, siempre que los nuevos datos confirmen sus perspectivas de inflación a medio plazo, las compras netas cesarán entonces. Además 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 globales de opinión relativos al crecimiento económico se han deteriorado recientemente, en consonancia con la maduración del ciclo económico mundial. En septiembre, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, retrocedió aún más por debajo de su media de largo plazo (véase gráfico 1), registrando la cota más baja de los dos últimos años. Este descenso estuvo impulsado tanto por las manufacturas como por los servicios. En términos intertrimestrales, el nivel medio del PMI para el tercer trimestre de este año se redujo con respecto al del trimestre precedente. El PMI compuesto de producción disminuyó en la mayoría de las economías avanzadas, entre otras, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. Respecto a las economías emergentes, este índice aumentó en la India, pero se debilitó en China, Rusia y Brasil, y en este último país permaneció por debajo del umbral de expansión de la actividad.

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

Los riesgos para la economía mundial siguen sesgados a la baja en un entorno de medidas y de amenazas en relación con el aumento de los aranceles comerciales por parte de Estados Unidos, así como de posibles represalias de los países afectados. La Administración estadounidense aplicó aranceles a las importaciones de China por valor de otros 200 mm de dólares estadounidenses, con efecto desde el 24 de septiembre de 2018, y China respondió con aranceles a las exportaciones de Estados Unidos por un importe adicional de 60 mm de dólares. Dada la magnitud de estas medidas, la incertidumbre sobre su impacto se ha incrementado, en particular en lo que respecta al clima empresarial y a los planes de gasto de capital. La incertidumbre de política económica también continúa siendo elevada. Aunque Estados Unidos

está considerando la introducción de aranceles adicionales a las exportaciones procedentes de China y la ampliación de las medidas proteccionistas en el sector del automóvil, el nuevo acuerdo comercial alcanzado entre Estados Unidos, México y Canadá (USMCA, por sus siglas en inglés) señala una disminución de las tensiones comerciales. En general, los riesgos para el crecimiento mundial derivados del creciente proteccionismo siguen siendo significativos.

Las condiciones financieras globales continúan siendo favorables para las economías avanzadas, aunque están generando dificultades para las economías emergentes.

En general, la política monetaria sigue siendo acomodaticia en las economías avanzadas. Al mismo tiempo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos incrementó los tipos de interés oficiales en septiembre, en un contexto de crecimiento sólido, de aumento de la inflación y de tensiones en el mercado de trabajo. Tras la decisión de subir los tipos, el rendimiento de la deuda pública a diez años de este país alcanzó su nivel más elevado desde 2011, mientras que los mercados bursátiles internacionales registraron fuertes caídas. En China, las condiciones financieras se relajaron después de que su banco central adoptara medidas en respuesta al deterioro de las perspectivas de actividad económica ante las crecientes tensiones comerciales. No obstante, más en general, las condiciones financieras siguen siendo restrictivas en las economías emergentes y están lastrando las perspectivas de actividad económica. En conjunto, la tolerancia al riesgo a escala global no se ha recuperado totalmente en los últimos meses, y los inversores financieros parecen discriminar cada vez más a las economías emergentes con desequilibrios significativos, grandes necesidades de financiación externa y un margen limitado para recibir el apoyo de las políticas. Además, las posibles subidas adicionales de los tipos de interés en Estados Unidos y la mayor fortaleza del dólar podrían generar un endurecimiento adicional de las condiciones financieras en los mercados emergentes.

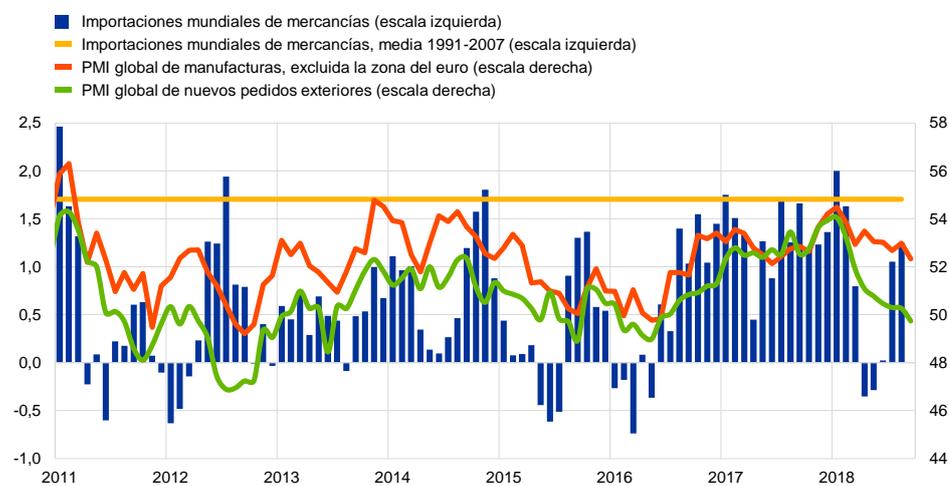
El dinamismo del comercio mundial se ha moderado, si bien las perspectivas a corto plazo siguen siendo estables.

Después de registrar cifras muy desfavorables en el segundo trimestre del año, las importaciones mundiales de mercancías continuaron recuperándose en agosto, debido a la mayor fortaleza de las importaciones de las economías emergentes (véase gráfico 2). El PMI global de nuevos pedidos exteriores cayó y se situó por debajo del umbral de expansión en septiembre, aunque la media correspondiente al tercer trimestre del año se mantuvo por encima del nivel neutral. Otros indicadores de comercio muestran señales dispares. En conjunto, los datos recientes indican que el crecimiento del comercio fue moderado pero constante en ese trimestre.

Gráfico 2

Comercio mundial de bienes 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 agosto de 2018 para las importaciones mundiales de mercancías y a septiembre de 2018 para los PMI.

La inflación mundial fue estable en agosto. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se mantuvo sin variación en el 2,9 % en agosto, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 2,1 %. De cara al futuro, se espera que las presiones inflacionistas globales continúen contenidas. Aunque las presiones al alza procedentes de los precios del petróleo deberían disminuir en el medio plazo, se prevé que el descenso gradual de la capacidad ociosa de la economía sostenga la inflación subyacente.

Los mercados de crudo se han visto afectados principalmente por factores relacionados con las sanciones de Estados Unidos a Irán. Los precios del Brent se incrementaron desde el mínimo de 70 dólares estadounidenses por barril registrado en el verano hasta 86 dólares el 3 de octubre, ya que las perspectivas de aplicación de sanciones comenzaron a afectar a las exportaciones de crudo iraní y la OPEP decidió no seguir aumentando la producción. La caída de los precios del petróleo observada más recientemente, hasta 76 dólares por barril el 23 de octubre, estuvo impulsada por los anuncios de Arabia Saudí y Rusia de que podrían incrementar la producción en caso necesario, así como por las ventas masivas que se produjeron en los mercados bursátiles internacionales y por el deterioro de las previsiones de crecimiento de la demanda de petróleo. Los precios de las materias primas no energéticas han descendido aproximadamente un 2 % desde finales de julio y, aunque los precios de los alimentos disminuyeron ligeramente, los de los metales aumentaron, sobre todo como consecuencia de la subida de los precios del mineral de hierro.

En Estados Unidos, las perspectivas de actividad económica siguen siendo sólidas. El PIB real avanzó a una tasa anualizada del 4,2 % en el segundo trimestre de 2018, desde el 2,2 % registrado el trimestre anterior. Esta pronunciada aceleración se debió, en parte, a la fortaleza de las exportaciones. Dado que estas

exportaciones fueron una respuesta anticipada a las expectativas de aplicación de aranceles en el futuro, no se espera que el apoyo procedente del comercio perdure. Por otra parte, puede que la nueva intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China afecte de manera creciente a la confianza de las empresas y, en consecuencia, al gasto en inversión. Con todo, las perspectivas a corto plazo siguen siendo favorables, y están respaldadas por la solidez de los fundamentos macroeconómicos y la considerable expansión fiscal procíclica. Mientras tanto, en el mercado de trabajo, el ritmo de creación de empleo continuó siendo intenso en septiembre, y la tasa de paro se redujo de nuevo, hasta situarse en el 3,7 %, la más baja desde diciembre de 1969. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) descendió hasta el 2,3 % en septiembre, mientras que el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo en el 2,2 %.

En Japón, la actividad económica fue vigorosa en el segundo trimestre, aunque las condiciones meteorológicas extremas han aumentado la incertidumbre sobre las perspectivas. Después de experimentar una ligera contracción en el primer trimestre del año, la actividad económica repuntó en el segundo trimestre, favorecida por la intensa actividad inversora. No obstante, las perspectivas siguen estando sujetas a una creciente incertidumbre. Tras las fuertes lluvias y las inundaciones que se produjeron en la parte occidental de Japón en julio, es probable que el impacto del tifón Jebi y el terremoto que sacudió la isla de Hokkaido en septiembre lastren la actividad económica. A más largo plazo se espera que la economía japonesa retorne a una senda de crecimiento moderado, aunque a un ritmo que se irá ralentizando gradualmente, ya que la disminución de la capacidad productiva sin utilizar y la reducción del apoyo fiscal pueden limitar las perspectivas de crecimiento, pese a la orientación acomodaticia de la política monetaria. Además, la incertidumbre política sobre las políticas comerciales sigue siendo significativa, en especial por la posibilidad de que se apliquen aranceles al sector del automóvil de este país. Mientras tanto, los indicadores del mercado de trabajo señalan un aumento de las tensiones, al tiempo que la dinámica alcista de los precios y los salarios se mantiene contenida. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 1,2 % en septiembre, mientras que el IPC, excluidos la energía y los alimentos, permaneció en niveles próximos a cero.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real se recuperó ligeramente en el segundo trimestre, en el que registró un avance del 0,4 %, en términos intertrimestrales, después de que la tasa de crecimiento del primer trimestre se revisara a la baja hasta el 0,1 %. El consumo de los hogares se ralentizó, mientras que la inversión y el comercio fueron corregidos considerablemente a la baja, lo que puso de manifiesto contracciones de ambos componentes durante dos trimestres consecutivos. Los indicadores PMI más recientes sugieren una tasa de crecimiento intertrimestral del PIB similar en el tercer trimestre, aunque los indicadores coyunturales para el sector manufacturero orientado a la exportación señalan unas perspectivas menos optimistas. Esto está en consonancia con el contexto de moderación del crecimiento mundial, de crecientes tensiones comerciales y de mayor incertidumbre en torno a los resultados de las negociaciones sobre la salida del país de la Unión Europea en marzo de 2019. Tras repuntar levemente durante el verano, la inflación cayó hasta situarse en el 2,4 % en septiembre, desde el 2,7 %

de agosto. La volatilidad observada en los meses estivales fue, en gran parte, acorde con lo esperado, reflejando la evolución anterior de los precios del petróleo y un ligero debilitamiento de la libra hacia finales del segundo trimestre del año.

En China, el crecimiento del PIB se moderó solo ligeramente en el tercer trimestre de 2018, en un contexto de apoyo adicional de las políticas. Ese trimestre, la tasa de crecimiento interanual del PIB real fue del 6,5 %, impulsada por la fortaleza del consumo, el respaldo de las políticas públicas y la sólida evolución de las exportaciones. No obstante, a corto plazo, la desaceleración del mercado de la vivienda y los efectos retardados del endurecimiento previo de las condiciones financieras podrían lastrar el crecimiento. Asimismo, se espera que los nuevos aranceles aplicados por la Administración estadounidense a las exportaciones chinas por un valor adicional de 200 mm de dólares afecten negativamente a la actividad económica. Para mitigar este impacto, las autoridades chinas han anunciado un amplio conjunto de medidas no arancelarias destinadas a promover el crecimiento del comercio y fomentar la inversión interna. Además, el arancel medio aplicado a las importaciones se reducirá del 9,8 % en 2017 al 7,5 % a partir del 1 de noviembre. La inflación general medida por el IPC aumentó ligeramente en septiembre y se situó en el 2,5 %, pero la inflación subyacente descendió hasta el 1,7 %.

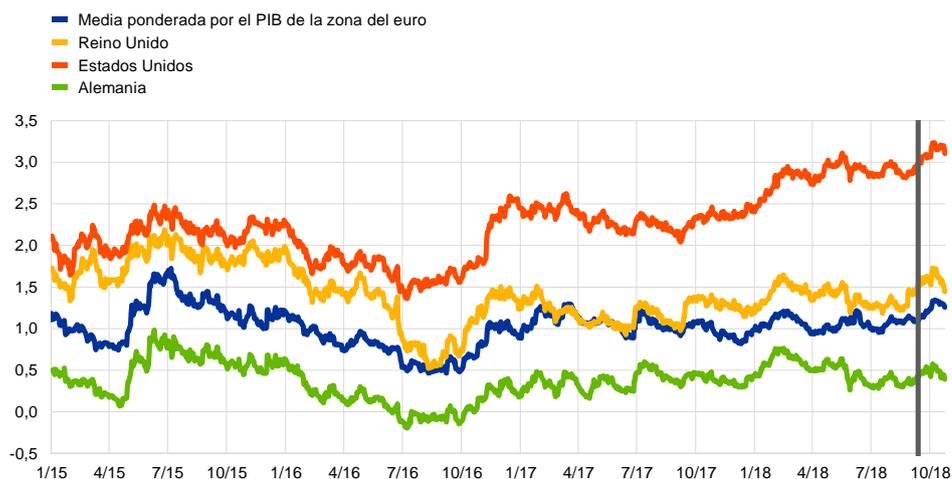
2 Evolución financiera

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han aumentado desde mediados de septiembre (véase gráfico 3). En el período de referencia (del 13 de septiembre al 24 de octubre de 2018), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó en 18 puntos básicos y se situó en el 1,28 %, en un contexto de aumento de los tipos de interés libres de riesgo a escala mundial y de crecientes tensiones en los mercados de deuda soberana de algunos países de la zona del euro. El diferencial de rendimiento de la deuda soberana de Italia a diez años con respecto a la deuda pública alemana al mismo plazo se amplió en 86 puntos básicos hasta situarse en el 3,22 %. Los diferenciales de la deuda equivalente de España y Portugal crecieron algo menos. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda soberana aumentaron 20 puntos básicos hasta alcanzar el 3,17 %, y en el Reino Unido disminuyeron 3 puntos básicos hasta el 1,48 %.

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 (13 de septiembre de 2018). La última observación corresponde al 24 de octubre de 2018.

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro registraron descensos.

Las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro retrocedieron en torno a un 7 % durante el período considerado, como consecuencia de la subida del tipo de descuento y de las primas de riesgo a raíz de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona. Sin embargo, las expectativas de sólidos beneficios empresariales continuaron sosteniendo las cotizaciones de la zona del euro. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y del sector financiero de Estados Unidos también se redujeron (un 6 % y un 7,5 %, respectivamente) durante el período analizado. Como resultado de los descensos, las expectativas de los mercados acerca de la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en el futuro aumentaron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, y registraron tasas anualizadas del 21,5 % y

del 21 %, respectivamente. Estos niveles continúan siendo relativamente reducidos desde una perspectiva histórica.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvieron relativamente aislados de las tensiones en los mercados de deuda soberana y de renta variable. En comparación con mediados de septiembre, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras con respecto al tipo libre de riesgo experimentó un descenso de 3 puntos básicos, hasta situarse en 64 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda con calificación de grado de inversión del sector financiero aumentaron 3 puntos básicos hasta los 93 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 permanecieron 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, por sus siglas en inglés).

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) fluctuó entre -35 y -37 puntos básicos durante el período considerado. El exceso de liquidez se redujo unos 37 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.867 mm de euros. Este descenso obedeció al aumento de los factores autónomos netos, al vencimiento de la primera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-I) y a algunos reembolsos anticipados de la financiación obtenida en la segunda serie (TLTRO-II). Al mismo tiempo, las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema compensaron parcialmente la reducción del exceso de liquidez.

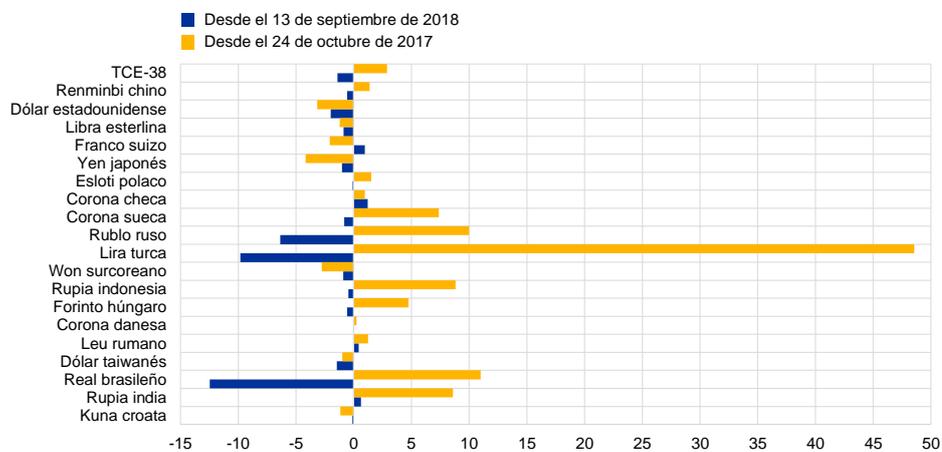
La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó ligeramente al alza durante el período analizado. Los participantes en los mercados revisaron al alza sus expectativas relativas a los tipos de interés para los horizontes más largos. La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores 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 tipo de cambio efectivo del euro se depreció (véase gráfico 4). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se debilitó un 1,4 %. En términos bilaterales, la moneda única se depreció frente a las monedas de las principales economías avanzadas, en particular el dólar estadounidense (2 %) —lo que refleja las expectativas acerca de la evolución de la política monetaria en Estados Unidos y en la zona del euro—, el yen japonés (1 %) y la libra esterlina (0,9 %). El euro también perdió valor frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, así como frente al renminbi chino (0,6 %) y a las monedas de otras importantes economías emergentes, como Turquía, Rusia y Brasil, respaldadas por la mejora del sentimiento de los mercados tras la depreciación significativa que registraron anteriormente. Durante el mismo período, el euro se fortaleció frente al franco suizo (1 %).

Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 24 de octubre de 2018.

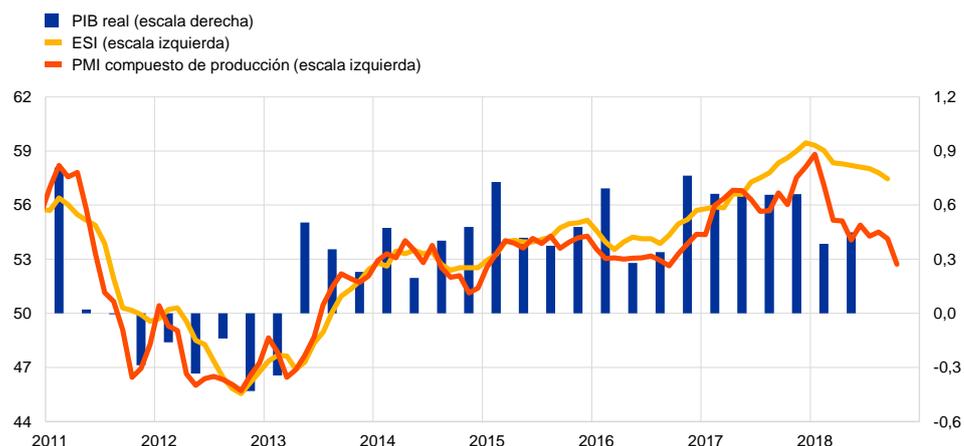
3 Actividad económica

La información más reciente, pese a que indica una evolución algo más débil de lo previsto, sigue siendo acorde, en conjunto, con una expansión generalizada y sostenida de la economía. El PIB real registró un incremento intertrimestral del 0,4 % en el primer y el segundo trimestre del año, tras el dinamismo extraordinariamente intenso observado en los cinco trimestres anteriores (véase gráfico 5). La demanda interna contribuyó positivamente al resultado del segundo trimestre, mientras que la demanda exterior neta y la variación de existencias tuvieron un impacto neutral sobre el avance del PIB. Los indicadores económicos, y los niveles elevados que siguen mostrando, en general, los resultados de las encuestas, señalan un crecimiento sostenido en la segunda mitad del año.

Gráfico 5

PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) y 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 PMI. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2018 para el PIB real, a septiembre de 2018 para el ESI y a octubre de 2018 para el índice PMI.

En el segundo trimestre, el empleo creció de nuevo en los distintos países y sectores de la zona del euro, y registró una tasa de avance intertrimestral del 0,4 %. Las horas medias trabajadas aumentaron de forma acusada en el segundo trimestre, recuperando así el descenso ocasionado por el impacto temporal de las bajas por enfermedad y las huelgas del trimestre precedente¹. Con este último avance, la tasa de empleo se sitúa un 2,4 % por encima del máximo anterior a la crisis, registrado en el primer trimestre de 2008. En términos acumulados, el empleo en la zona del euro se ha incrementado en 9,2 millones de personas desde el mínimo alcanzado en el segundo trimestre de 2013. El fuerte crecimiento del empleo observado durante este período de expansión económica se ha visto acompañado de un número de horas medias trabajadas que prácticamente no ha

¹ Véase el recuadro titulado «La reciente desaceleración del crecimiento del producto de la zona del euro refleja factores cíclicos y transitorios», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

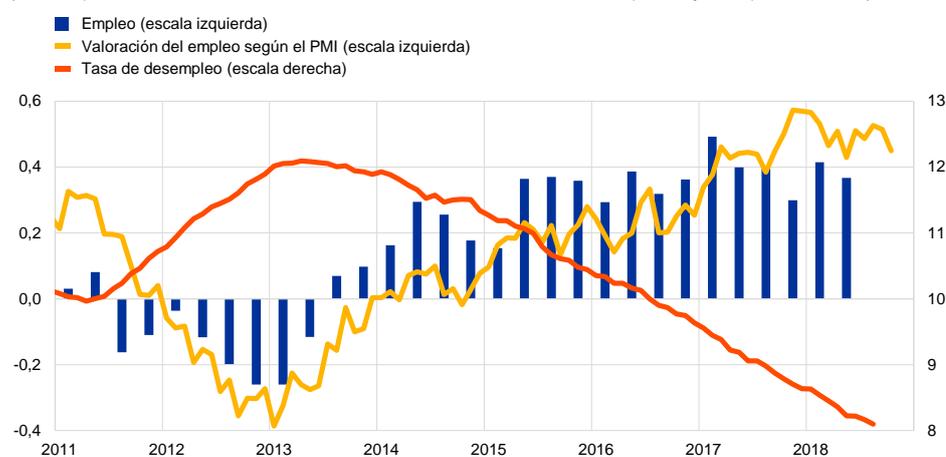
variado, lo que refleja sobre todo el impacto de diversos factores estructurales (como la gran proporción de trabajadores a tiempo parcial sobre el empleo total).

De cara al futuro, los indicadores coyunturales 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 8,1 % en agosto (véase gráfico 6), el nivel más bajo desde noviembre de 2008. Para los próximos meses, los indicadores de opinión señalan un crecimiento continuado del empleo en el tercer trimestre del año.

Gráfico 6

Empleo en la zona del euro, valoración del empleo según el 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 de directores de compras (PMI) está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2018 para el empleo, a octubre de 2018 para el PMI y a agosto de 2018 para la tasa de desempleo.

La renta de los hogares continuó sustentando el avance del consumo privado.

En el segundo trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento más dinámico en el trimestre anterior. Esta desaceleración parece obedecer, por un lado, a factores adversos de carácter transitorio (como el impacto de las huelgas de transporte en Francia) y, por otro, a la desaparición gradual de factores positivos, también transitorios, en el primer trimestre (el mayor consumo de energía por las bajas temperaturas del invierno). En términos interanuales, el consumo creció un 1,3 % en el segundo trimestre de 2018, lo que representa una desaceleración con respecto al primer trimestre, en el que experimentó un alza del 1,6 %. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares pasó del 1,7 % en el primer trimestre al 1,9 % en el segundo. Así pues, el menor avance del consumo tuvo su reflejo en un ascenso de la tasa de variación interanual del ahorro, desde 3,4 % en el primer trimestre hasta 5,9 % en el segundo. La tasa de ahorro de los hogares aumentó hasta situarse en el 12 % en el segundo trimestre, ligeramente por encima del mínimo del 11,9 % observado en los tres trimestres anteriores.

Se espera que el consumo privado muestre un crecimiento resistente en los próximos trimestres. Los datos recientes sobre el comercio minorista y las

matriculaciones de automóviles apuntan a un crecimiento sostenido del gasto en consumo en el tercer trimestre de este año. No obstante, cabe señalar que, muy probablemente, la relación existente entre las matriculaciones y la compra de automóviles —que se refleja en el consumo privado— esté distorsionada actualmente, ya que parece que una parte importante de las matriculaciones de agosto fueron realizadas más por los fabricantes y concesionarios que por los consumidores. Otros indicadores también señalan una dinámica sólida y continuada del consumo. Por ejemplo, la riqueza neta de los hogares siguió registrando tasas de crecimiento robustas en el segundo trimestre, favoreciendo aún más el consumo privado. Asimismo, los resultados de las encuestas más recientes apuntan a nuevas mejoras en el mercado de trabajo, que deberían seguir impulsando la renta agregada y, por tanto, el gasto en consumo. Además, aunque la confianza de los consumidores ha descendido a lo largo de 2018, todavía se sitúa en un nivel elevado y muy por encima de su media de largo plazo.

Tras la debilidad mostrada en el primer trimestre de 2018, el crecimiento de la inversión repuntó en el segundo trimestre. El avance de la inversión en el segundo trimestre de este año, del 1,4 % en tasa intertrimestral, se debió al aumento de la inversión en maquinaria, equipos y, en menor medida, productos de propiedad intelectual (en el recuadro 2 se describe la evolución de la inversión en activos intangibles en la zona del euro). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión en construcción se incrementó hasta el 1,1 %. En cambio, la inversión en material de transporte experimentó un fuerte descenso en el mismo trimestre. Por lo que se refiere al tercer trimestre de 2018, los indicadores coyunturales apuntan a un crecimiento sostenido. En julio y agosto, los datos mensuales sobre la producción de bienes de equipo se situaron, en promedio, un 0,7 % por encima de la media del segundo trimestre, en el que registraron un alza del 0,8 % en tasa intertrimestral. Por otro lado, indicadores como el de utilización de la capacidad productiva (que muestra un ligero retroceso, pero todavía se encuentra en niveles elevados), el de confianza y el de pedidos (ambos en niveles más bajos) señalan ciertos riesgos a la baja para el ritmo de crecimiento de la inversión, excluida la construcción. En lo que respecta a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de la construcción hasta agosto apuntan a un crecimiento continuado, aunque más moderado, en el tercer trimestre de 2018.

Se espera que la inversión siga registrando un sólido crecimiento, sustentado por una demanda interna robusta y unas condiciones de financiación favorables. Según las cuentas sectoriales de la zona del euro correspondientes al segundo trimestre de 2018, los márgenes empresariales (medidos como la ratio entre el excedente neto de explotación y el valor añadido neto) prácticamente no han variado desde finales de 2015 y continúan situándose en niveles próximos a las medias de largo plazo. Sin embargo, es posible que la incertidumbre en torno a la futura aplicación de las subidas de los aranceles ya esté afectando negativamente a las decisiones de inversión. En cuanto a la inversión en construcción, el número creciente de hogares con intención de comprar o renovar una vivienda, así como las boyantes expectativas de precios y empleo de los constructores, señalan un impulso positivo en el sector de la construcción a corto plazo. No obstante, dado que se

espera un ligero endurecimiento de las condiciones de financiación, es posible que aparezcan gradualmente otras oportunidades de inversión a largo plazo.

El comercio de la zona del euro siguió creciendo de forma moderada a principios del tercer trimestre de 2018. Según la información disponible hasta agosto, las exportaciones nominales de bienes de la zona del euro registraron un crecimiento intertrimestral del 1,1 %, ligeramente inferior al alcanzado en el segundo trimestre de 2018 (1,3 % en tasa intertrimestral). En cambio, las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro repuntaron en agosto (con un incremento del 2,1 %, tras una contracción de alrededor del 1,1 % en julio), lo que sugiere cierta aceleración con respecto al segundo trimestre en términos intertrimestrales. En agosto, las importaciones nominales de la zona del euro descendieron un 0,2 % en tasa intermensual, después de crecer un 0,9 % en julio. Atendiendo a la información disponible hasta agosto, las importaciones procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro aumentaron un 2,8 % en términos nominales en el tercer trimestre, lo que refleja una aceleración frente al segundo trimestre de 2018 (2,2 % en tasa intertrimestral). Los indicadores de opinión adelantados, como el índice de directores de compras (PMI) de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero y el análisis de los niveles de las carteras de pedidos exteriores que realiza la Comisión Europea, están en consonancia con un empeoramiento de la evolución de las exportaciones y muestran una caída en octubre, en un contexto de tendencia a la baja que se observa desde principios de año. Los datos cuantitativos, como los nuevos pedidos del sector manufacturero de fuera de la zona del euro, repuntaron en agosto, tras registrar cierto deterioro en junio y julio.

En conjunto, los indicadores económicos más recientes sugieren un crecimiento generalizado y sostenido. La producción industrial (excluida la construcción) se recuperó y registró un crecimiento relativamente intenso en agosto, tras descender de forma acusada en los dos meses anteriores. Con todo, en julio y agosto la producción se situó, en promedio, un 0,2 % por debajo del nivel observado en el segundo trimestre, período en el que aumentó un 0,1 % en tasa intertrimestral. Esta debilidad se relaciona, en parte, con la existencia de cuellos de botella temporales en la fabricación de automóviles como resultado de las pruebas realizadas tras la introducción, el 1 de septiembre, del procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial (WLTP, por sus siglas en inglés). Los indicadores de opinión más recientes señalan un crecimiento sólido y sostenido con tasas similares, o ligeramente inferiores, a las registradas en la primera mitad del año. El PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en un nivel de 54,3 en el tercer trimestre, frente a un valor de 54,7 en el segundo trimestre, antes de descender hasta 52,7 en octubre. Al mismo tiempo, el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea pasó de 114 en el segundo trimestre a 112,5 en el tercero (véase gráfico 5). Tanto el PMI como el ESI permanecen por encima de sus respectivas medias de largo plazo.

La expansión económica se sustenta en la demanda interna y la mejora continua del mercado de trabajo. Sin embargo, algunos acontecimientos recientes en sectores concretos están afectando al perfil de crecimiento a corto plazo. Las

medidas de política monetaria del BCE continúan sosteniendo la demanda interna. El consumo privado se está viendo favorecido por el crecimiento continuo del empleo y por el aumento de los salarios. Asimismo, la inversión empresarial está respaldada por la fortaleza de la demanda interna, las favorables condiciones de financiación y la rentabilidad de las empresas. La inversión en vivienda sigue siendo sólida. Además, se espera que la expansión de la actividad mundial continúe impulsando las exportaciones de la zona del euro, aunque a un ritmo más lento. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), realizada a principios de octubre, muestran que las previsiones de crecimiento del PIB del sector privado se han revisado a la baja para 2018 y 2019 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de julio. La cifra para 2020 no se ha modificado.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Al mismo tiempo, los riesgos relacionados con el proteccionismo, las vulnerabilidades en las economías emergentes y la volatilidad de los mercados financieros siguen siendo importantes.

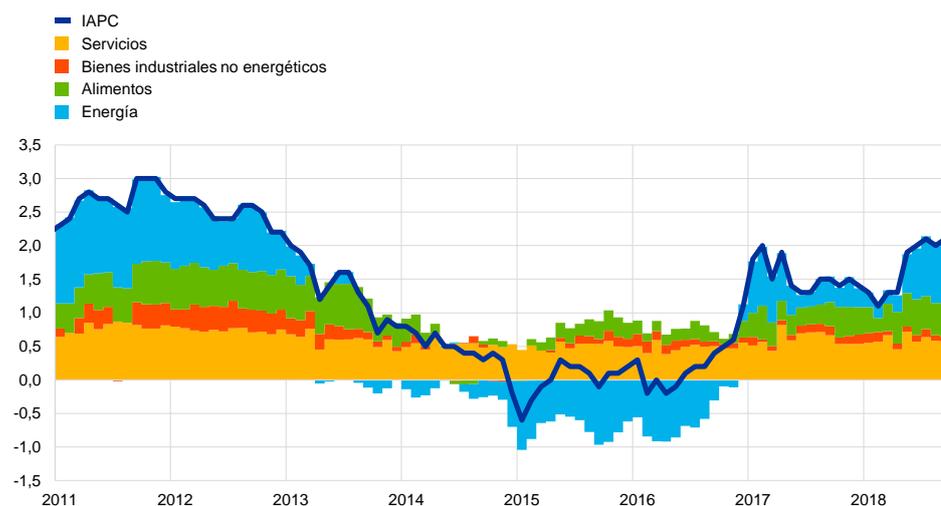
4 Precios y costes

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2,1 % en septiembre, frente al 2 % registrado en agosto (véase gráfico 7). Este incremento reflejó la contribución ligeramente mayor de las tasas de variación de los precios de los alimentos y la energía, mientras que la aportación de los componentes de servicios y de bienes industriales no energéticos no varió. En los últimos meses, los precios energéticos contribuyeron en gran medida a la inflación general. Esta contribución varía de forma significativa en los distintos países de la zona del euro, debido en parte a los diferentes grados de transmisión de los precios del petróleo a los precios de consumo de la energía (véase el recuadro titulado «El papel de los precios de la energía en la inflación reciente desde la perspectiva de los distintos países» en este Boletín Económico).

Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre 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, se situó en el 0,9 % en septiembre, igual que en agosto (revisado a la baja desde el 1 % inicial). Durante el mismo período, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos y los componentes muy volátiles —como los servicios relacionados con turismo y viajes, los artículos de vestir y el calzado— se mantuvo estable. La estabilidad observada en los últimos meses también se mostró en dos medidas de la inflación subyacente basadas en modelos: el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»). No obstante, tanto las medidas estadísticas como las basadas en modelos permanecieron por encima de sus respectivos mínimos de 2016.

Las presiones inflacionistas a lo largo de la cadena de producción sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguieron creciendo.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no alimenticio importados aumentó hasta situarse en el -0,4 % en julio, frente al mínimo reciente del -2,7 % registrado en abril. La tasa de avance de los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio se incrementó desde el 0,5 % observado en junio hasta el 0,6 % de julio y agosto², el nivel más elevado desde finales de 2012, que marca la continuación del repunte desde el mínimo de alrededor del 0 % observado, en promedio, en 2016. 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. Las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas en las primeras fases de la cadena de producción; la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios fue del 3,2 % en agosto, la misma que en julio.

La evolución del crecimiento de los salarios señala presiones de costes de origen interno cada vez mayores.

Todos los sectores principales y la mayoría de países de la zona del euro contribuyeron al incremento de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en los últimos trimestres. Este aumento generalizado del crecimiento salarial, junto con la información sobre los convenios colectivos negociados para el próximo año o los dos próximos años, respalda la expectativa de un nuevo repunte. En conjunto, el reciente avance de los salarios está en consonancia con la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, al seguir desapareciendo el impacto de otros factores que han lastrado su crecimiento, como la baja inflación registrada anteriormente y los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis.

Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables (véase gráfico 8).

El 24 de octubre, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,67 %. El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación continúa señalando un retorno gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 %. La probabilidad neutral al riesgo, implícita en los mercados de opciones de inflación, de que se produzca deflación en los cinco próximos años sigue sin ser significativa. Los resultados de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\) correspondiente al cuarto trimestre de 2018](#) sitúan las expectativas de inflación para 2018, 2019 y 2020 en el 1,7 %, en promedio, sin variación con respecto al perfil observado en la encuesta anterior. Según la encuesta EPE, las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro se mantuvieron, en promedio, en el 1,9 %.

² Los índices de precios industriales de la zona del euro correspondientes a agosto de 2018 no incluyen datos sobre Alemania, que se publicaron después de la aparición de los índices de la zona debido a la incorporación de nuevas ponderaciones. La publicación de noviembre de los índices de precios industriales de la zona del euro correspondientes a septiembre de 2018 incluirá datos nuevos y revisados de Alemania, y los índices de la zona se revisarán en consecuencia.

Gráfico 8

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación



Fuentes: Encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE 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, la correspondiente al tercer trimestre de 2018, entre el 2 y el 6 de julio, y la correspondiente al cuarto trimestre de 2018, entre el 1 y el 5 de octubre de ese año. 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 24 de octubre de 2018. En la EPE del segundo trimestre de 2018, las expectativas a largo plazo se referían al año 2022, mientras que en las encuestas del tercer y el cuarto trimestre se referían a 2023.

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro continuaron aumentando en el segundo 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 segundo trimestre de 2018, frente al 4,3 % registrado en el trimestre anterior, lo que confirma una nueva consolidación del ciclo de precios de la vivienda.

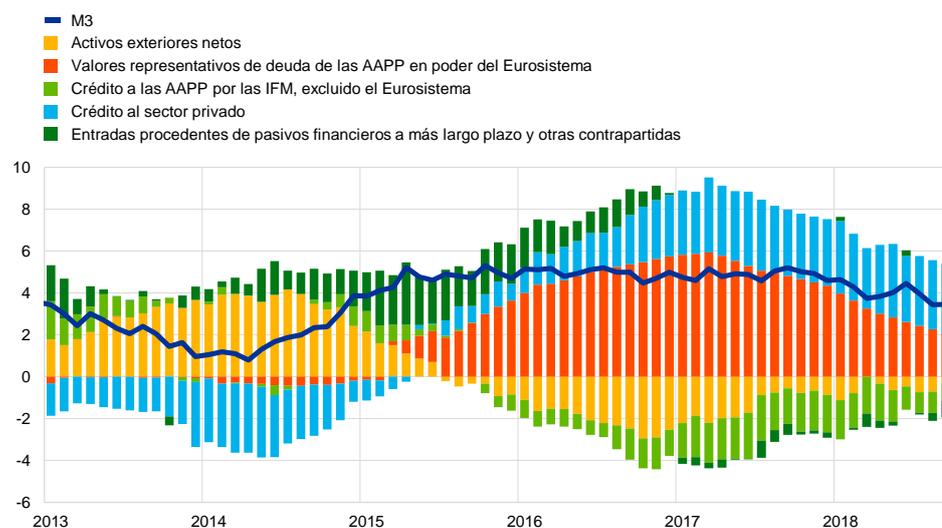
El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo prácticamente estable en septiembre.

La tasa de crecimiento interanual de M3 interrumpió el descenso registrado desde el último máximo (5,2 %), alcanzado en septiembre de 2017, y aumentó hasta el 3,5 % en septiembre, desde el 3,4 % de agosto (véase gráfico 9), impulsada por la considerable entrada de fondos en depósitos a la vista. Además, la reducción de las compras netas de activos (de 80 mm a 60 mm de euros en abril de 2017 y, posteriormente, a 30 mm de euros en enero de 2018) ha supuesto que el impacto positivo del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) en el crecimiento de M3 sea menor. La tasa de crecimiento interanual de M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, volvió a contribuir significativamente al avance del agregado monetario amplio y se incrementó hasta el 6,8 % en septiembre (frente al 6,4 % de agosto). La expansión monetaria siguió estando apoyada por el crecimiento económico sostenido y por el bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos.

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 de la zona del euro, excluidas las IFM. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La última observación corresponde a septiembre de 2018.

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.

En lo que respecta a las contrapartidas, la aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema volvió a disminuir (véanse las partes de color rojo de las barras del gráfico 9), en el contexto de la citada reducción de las adquisiciones netas mensuales en el marco del APP. La menor contribución al crecimiento de M3 de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema se ha visto compensada por un

aumento moderado de la aportación del crédito al sector privado desde finales de 2017 (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 9). En cambio, las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, frenaron el crecimiento de M3 (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 9). Por último, la contribución negativa de los activos exteriores netos, que es reflejo tanto de la incertidumbre a nivel mundial como de las preferencias de los inversores, se moderó en septiembre (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 9).

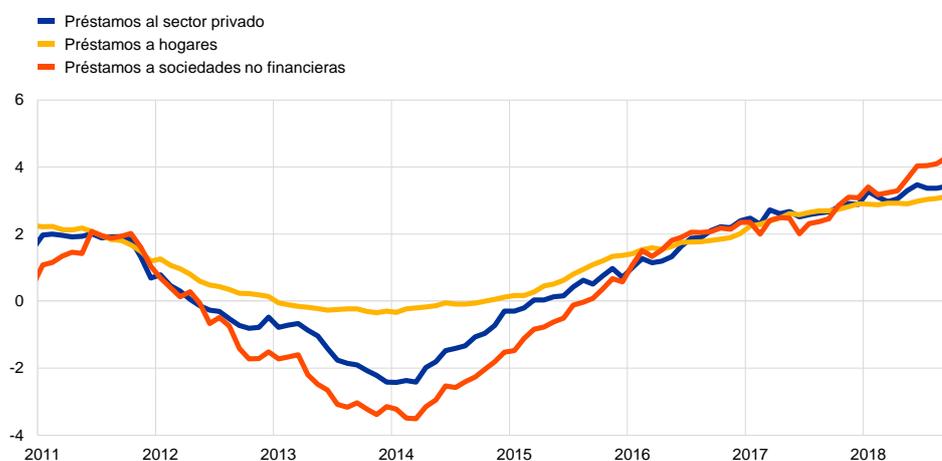
El crecimiento de los préstamos al sector privado siguió fortaleciéndose, prolongando la tendencia al alza observada desde principios de 2014. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) permaneció estable en septiembre, en el 3,4 % (véase gráfico 10), gracias a la aceleración de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que se situó en el 4,3 % en dicho mes, frente al 4,1 % observado en agosto. Al mismo tiempo, el ritmo de avance interanual de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 3,1 %. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó en niveles moderados desde una perspectiva histórica, la concesión de préstamos fue intensa. 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 por la mejora general de la oferta y de la demanda de préstamos bancarios. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito³.

³ Véase también el capítulo 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 septiembre de 2018.

El crecimiento de los préstamos siguió estando respaldado por la relajación de los criterios de aprobación y por el aumento de la demanda en el tercer trimestre de 2018.

Según la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) de octubre de 2018, la relajación neta de los criterios de aprobación de préstamos obedeció, principalmente, a las presiones competitivas y a la menor percepción de riesgo. Las entidades también indicaron un incremento de la demanda neta en todas las categorías de préstamos, en gran medida como consecuencia del bajo nivel general de los tipos de interés, la inversión en capital fijo, las existencias y el capital circulante, las fusiones y adquisiciones, las favorables perspectivas del mercado de la vivienda y la confianza de los consumidores. Por lo que respecta al APP, las entidades de crédito señalaron que este programa había mejorado su liquidez y sus condiciones de financiación en los mercados, pero que había tenido un impacto negativo en su rentabilidad debido a los menores márgenes de intermediación. El APP había propiciado la relajación de las condiciones de crédito en todas las categorías de préstamos y, además, había tenido un impacto positivo sobre los volúmenes de crédito, aunque menor que en el período de encuesta anterior. Asimismo, los bancos indicaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE estaba teniendo un efecto positivo en los volúmenes de crédito, pero negativo en los ingresos netos por intereses de las entidades.

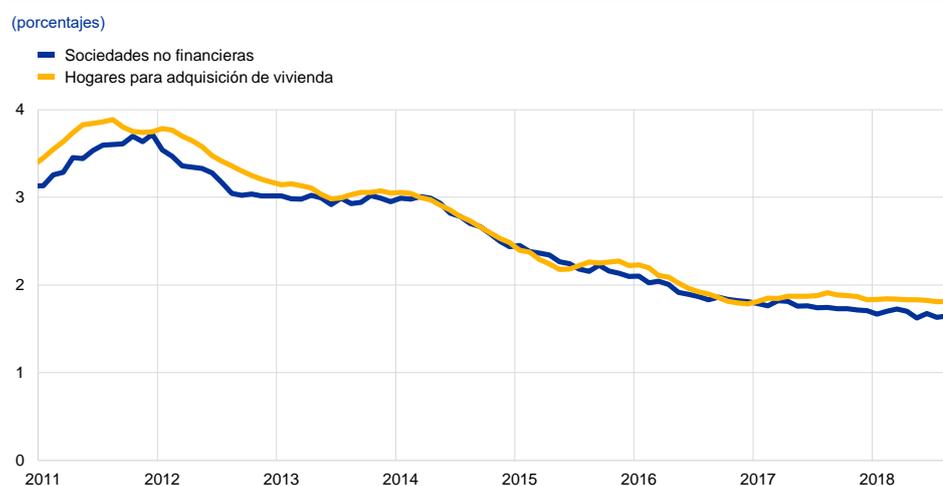
El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito continuó sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro.

En agosto de 2018, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente estable, en el 1,65 %, un nivel muy próximo al mínimo histórico registrado en mayo de este año. En agosto, el tipo de interés sintético de los préstamos para adquisición de vivienda permaneció sin variación en el 1,81 %, una cota también cercana al mínimo histórico de 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 considerablemente 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 conceden 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 los distintos países de la zona y en las empresas de todos los tamaños.

Gráfico 11

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



Fuente: BCE.

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

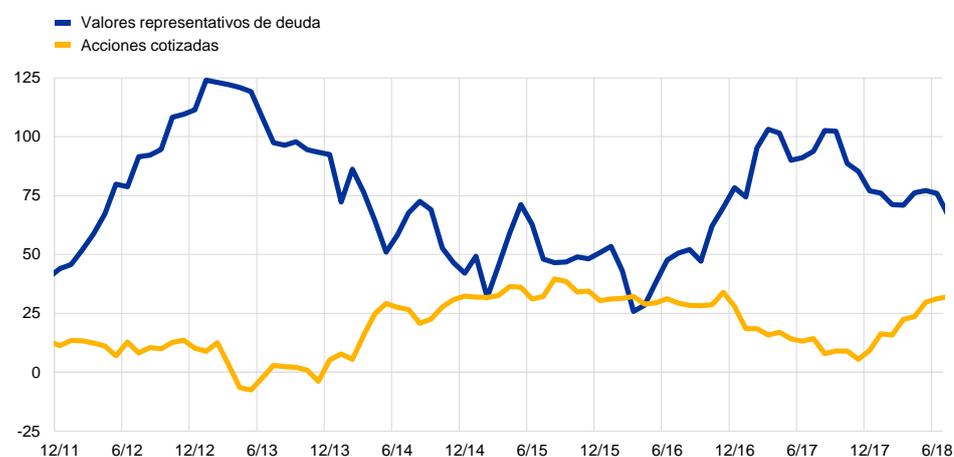
Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron en los dos primeros meses del tercer trimestre de 2018 con respecto a los meses equivalentes del trimestre anterior.

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 julio y agosto de 2018 continuaron siendo ligeramente positivos y acordes con los patrones estacionales típicos observados en los últimos años. Desde una perspectiva más a medio plazo (véase gráfico 12), los flujos interanuales de valores representativos de deuda siguieron reduciéndose desde los máximos alcanzados hace aproximadamente un año. Los datos de mercado disponibles sugieren que el importe de los valores representativos de deuda emitidos en el período comprendido entre septiembre y octubre de 2018 se incrementó considerablemente. Las emisiones netas totales de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras fueron negativas en julio y en agosto de 2018, en línea con el patrón estacional de la serie. Pese al ligero descenso observado en agosto con respecto al mes anterior, los flujos interanuales se mantuvieron próximos a los niveles más altos registrados desde 2012.

Gráfico 12

Emisiones netas de valores representativos de deuda y de 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 agosto de 2018.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron levemente en los dos primeros meses del tercer trimestre de 2018.

El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se incrementó hasta en torno al 4,7 % en agosto, frente al 4,6 % observado en junio, y se estima que habría permanecido en este nivel en septiembre y octubre. Asimismo, pese a que se considera que el coste de financiación se sitúa actualmente unos 41 puntos básicos por encima del mínimo histórico de agosto de 2016, aún se mantiene considerablemente por debajo de los niveles observados en el verano de 2014. El aumento del coste de financiación desde finales del segundo trimestre de 2018 refleja el mayor coste de las acciones y, más recientemente, de los valores de renta fija. El coste de los préstamos bancarios, tanto a corto como a largo plazo, permaneció relativamente estable en el mismo período.

Recuadros

1 Adquisiciones de bonos verdes en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema

Roberto A. De Santis, Katja Hettler, Madelaine Roos y Fabio Tamburrini

En este recuadro se analiza el impacto del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) del Eurosistema en el creciente mercado de bonos verdes⁴. Se describe la composición de las tenencias de bonos verdes del Eurosistema y se evalúa la evolución de los precios y de los saldos vivos de estos bonos, antes de analizar en qué medida pueden haberse visto afectados por el APP.

El APP tiene la finalidad de respaldar el ajuste sostenido de la senda de inflación de forma compatible con el objetivo primordial del BCE de mantener la estabilidad de precios, definida como una tasa de inflación inferior, pero próxima, al 2 % a medio plazo. Los criterios de admisión del APP son intencionadamente amplios para dar cabida a la adquisición de una extensa gama de valores, lo que aporta efectividad al programa y evita distorsiones de segmentos de mercado específicos. La implementación del APP se guía por el principio de neutralidad del mercado y no discrimina ni positiva ni negativamente sobre la base de criterios medioambientales o de otro tipo. En el caso concreto del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés), cuyo fin es reforzar la transmisión de los beneficios de las compras de activos a las condiciones de financiación de la economía real, las adquisiciones de valores emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario reflejan proporcionalmente el valor de mercado de todos los bonos admisibles en términos de ramas de actividad económica y de grupos de calificación crediticia.

Pese a la ausencia de un objetivo medioambiental explícito en el APP, el BCE ha adquirido bonos verdes en el marco del CSPP y del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés). Estas compras han favorecido la creación de una cartera bien diversificada.

El término «bonos verdes» se refiere a los valores representativos de deuda cuyos fondos se utilizan para financiar proyectos de inversión que redundan en beneficio del medio ambiente. Existen diferentes enfoques para definir y certificar los bonos verdes, y hasta el momento no se han establecido unos requisitos de mercado a escala mundial⁵. Aunque muchos bonos verdes lo son por

⁴ En este recuadro, «bonos verdes» se define atendiendo a la clasificación de Bloomberg del uso de los fondos obtenidos de los bonos, según la cual estos fondos se destinan exclusivamente a proyectos verdes nuevos o existentes, que son aquellos proyectos y actividades que promueven la sostenibilidad climática y medioambiental.

⁵ Para obtener una descripción de las definiciones y certificaciones existentes, véase T. Ehlers y F. Packer, «[Green bond finance and certification](#)», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2017.

autodenominación, algunas jurisdicciones han desarrollado su propio marco de certificación y otras se basan en diferentes orientaciones⁶. Se considera que la falta de definiciones y de requisitos de información estandarizados y la distinta granularidad de las clasificaciones, además de reducir la transparencia para los inversores, están limitando la oferta⁷, entre otros motivos, porque los emisores se enfrentan a riesgos reputacionales y a posibles acusaciones de «lavado verde» si los fondos obtenidos no se usan para los fines declarados⁸. El BCE respalda las actuales iniciativas de la UE llevadas a cabo con arreglo al plan de acción de la Comisión Europea sobre finanzas sostenibles para crear una definición armonizada de activos «verdes» (taxonomía), que podría mejorar la transparencia y facilitar la oferta de instrumentos de deuda verde.

El mercado de bonos verdes ha experimentado un rápido desarrollo en los últimos años, y las emisiones mundiales han pasado de menos de 1 mm de euros en 2008 a más de 120 mm de euros en 2017 (véase gráfico A, panel b). La emisión neta de bonos verdes denominados en euros se ha multiplicado por diez desde 2013 (véase gráfico A, panel a). Durante el período 2013-2018, la emisión neta total de bonos verdes con grado de inversión denominados en euros en la zona del euro representó alrededor del 24 % de la emisión neta mundial de estos bonos. Sin embargo, pese a su reciente crecimiento, en el mismo período los bonos verdes representaron solo el 1 % de la emisión total de bonos denominados en euros. Los bonos verdes, al igual que otros bonos simples, suelen cotizar en el mercado secundario a un precio más ajustado que el indicado en el precio inicial en el mercado primario, por lo que tienden a estar sobresuscritos. Generalmente, ofrecen rentabilidades similares a las de los bonos convencionales comparables, pero existe evidencia de que, en algunos segmentos de mercado, los emisores pueden obtener financiación a tipos más bajos que con los bonos convencionales, lo que es coherente con la interpretación de que los inversores están dispuestos a obtener menos ingresos como consecuencia de las limitaciones a la inversión que se han autoimpuesto⁹.

⁶ Véase, por ejemplo, «[Green Bond Principles](#)», International Capital Market Association, 2018.

⁷ Véase «[Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options](#)», informe preparado para el Green Finance Study Group del G-20, 2016.

⁸ Véase E. K. Wang, «[Financing Green: Reforming Green Bond Regulation in the United States](#)», *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, vol. 12, n.º 2, 2017, pp. 467-491.

⁹ Véanse T. Ehlers y F. Packer, *op. cit.*; y M. Baker, D. Bergstresser, G. Serafeim y J. Wurgler, «[Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds](#)», *NBER Working Paper*, n.º 25194, octubre de 2018.

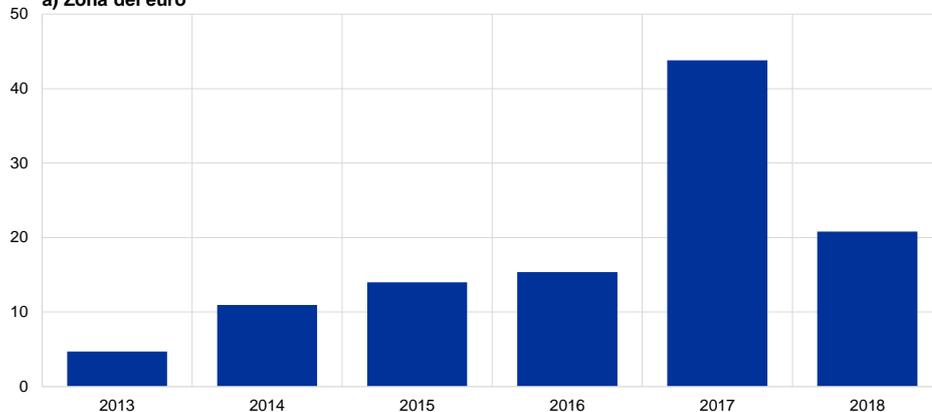
Gráfico A

Emisión neta de bonos verdes denominados en euros

(mm de euros)

■ Emisión de bonos verdes en euros en la zona del euro

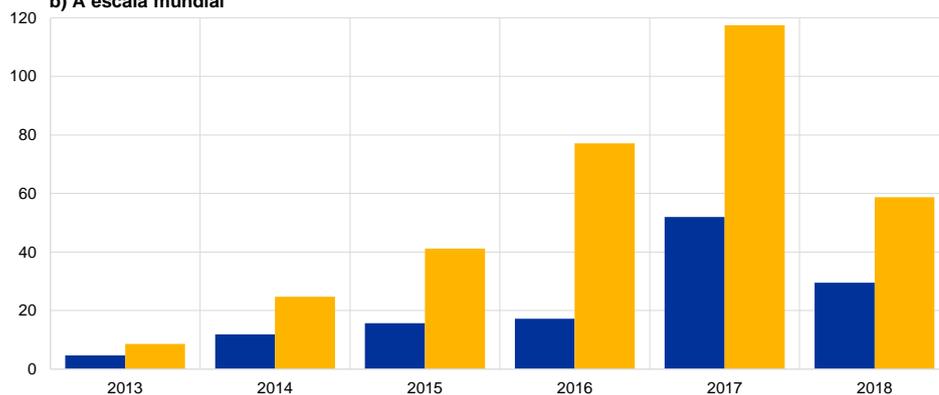
a) Zona del euro



■ Emisión de bonos verdes en euros a escala mundial

■ Emisión de bonos verdes en todas las monedas a escala mundial

b) A escala mundial



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de 2018 incluyen las emisiones realizadas entre enero y agosto.

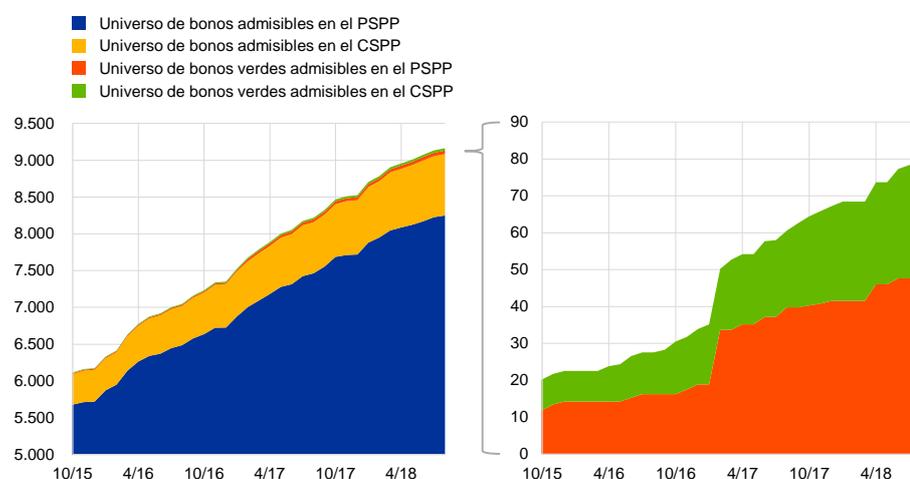
Las compras de bonos verdes en el marco del CSPP están en consonancia, en términos generales, con la creciente proporción de bonos verdes en el universo de valores admisibles. El saldo vivo total de bonos verdes corporativos admisibles en el CSPP asciende actualmente a 31 mm de euros (véase gráfico B, panel derecho), de los cuales cerca del 20 % están en manos del Eurosistema —en línea con su tenencia del 20 % de todo el universo de bonos admisibles en el CSPP—. En el universo total de bonos admisibles en el CSPP, los bonos verdes representan un segmento pequeño pero cada vez mayor, con alrededor del 4 % del total (véase gráfico B, panel izquierdo). Si se examina con más detenimiento la distribución por sectores económicos, las emisiones de bonos verdes no están repartidas homogéneamente entre sectores y muestran una concentración significativa en los sectores intensivos en carbono, como petróleo, gas y

electricidad, infraestructuras, transportes y construcción¹⁰. Las empresas de estos sectores emiten bonos verdes para financiar la adopción de tecnologías más eficientes, reducir su huella de carbono y reorientar sus carteras energéticas hacia fuentes renovables. Aunque estos sectores representan conjuntamente el 35 % de las emisiones totales de bonos admisibles en el CSPP, suman el 94 % de las emisiones de bonos verdes admisibles en dicho programa. La concentración de bonos verdes en estos sectores también se refleja en la cartera del CSPP.

Gráfico B

Universo de bonos admisibles y bonos verdes admisibles en el CSPP y el PSPP: saldos vivos

(mm de euros)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Cifras basadas en los saldos vivos en términos nominales. La última observación corresponde al 31 de agosto de 2018.

Desde el anuncio del CSPP el 10 de marzo de 2016, los diferenciales de los bonos verdes corporativos se han reducido de forma continuada, y una parte significativa de este efecto puede atribuirse a las compras del Eurosistema. En el sector industrial, la evolución del diferencial medio de los bonos verdes corporativos admisibles en el CSPP es similar a la de otros bonos admisibles en el mismo programa (véase gráfico C). La variación de los diferenciales de los bonos verdes admisibles en el período posterior al anuncio del CSPP (desde el 10 de marzo de 2016 hasta finales de diciembre de 2017) se comparó con la experimentada en el período anterior al anuncio (entre el 1 de abril de 2015 y el 9 de marzo de 2016), teniendo en consideración otros determinantes que pueden afectar a los diferenciales de los valores de renta fija privada, como el riesgo de crédito específico de los bonos. El CSPP explicó un descenso medio de 25 puntos básicos en los diferenciales de los bonos verdes admisibles, que fue casi la totalidad de la caída registrada tras el anuncio del programa. Desde finales de 2016, el efecto conjunto del rápido crecimiento simultáneo de la oferta de bonos y del aumento de los diferenciales de los bonos verdes en todo el mundo, hizo que la brecha entre los

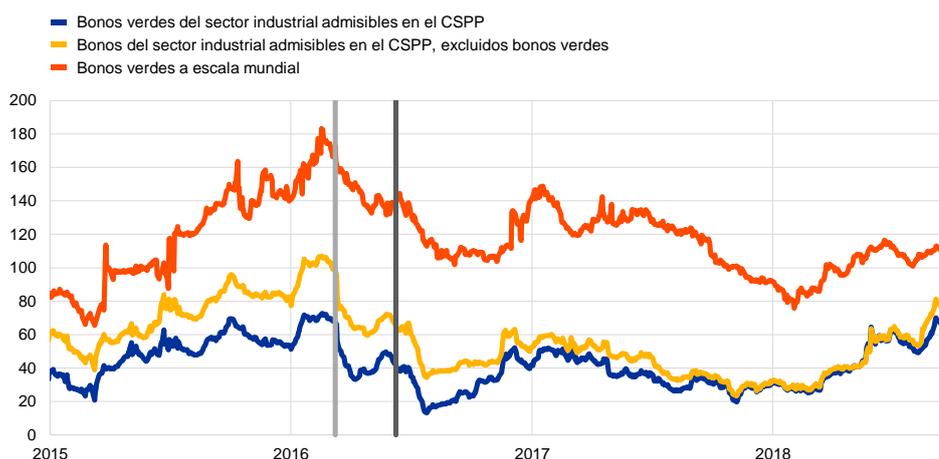
¹⁰ Según clasificaciones internas del BCE. De acuerdo con datos de Eurostat, los sectores de gas y electricidad, infraestructuras, transportes y construcción representaban el 67 % de las emisiones totales de gas de efecto invernadero de la UE en 2015.

diferenciales de los bonos verdes y los del conjunto del sector industrial se haya ido cerrando gradualmente, y que los rendimientos de los bonos verdes y convencionales hayan mostrado una estrecha correlación desde finales de 2017¹¹.

Gráfico C

Diferenciales de los bonos admisibles en el CSPP en el sector industrial y diferenciales de los bonos verdes a escala mundial

(diferencial Z, puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Medias ponderadas por volumen del diferencial Z basadas en bonos con: i) importes emitidos superiores a 250.000 euros; ii) calificaciones crediticias comprendidas entre A y BBB, y iii) vencimiento residual comprendido entre 3 y 11 años para los bonos admisibles en el CSPP, o entre 1,5 y 20 años para los bonos verdes a escala mundial. Los valores extremos de los diferenciales de los bonos verdes a escala mundial han sido eliminados. Las líneas verticales marcan el anuncio del CSPP, el 10 de marzo de 2016 (línea gris clara) y el comienzo de las compras en el marco del CSPP, el 8 de junio de 2016 (línea gris oscura). La última observación corresponde al 27 de septiembre de 2018.

La emisión de bonos verdes repuntó inmediatamente después del anuncio del CSPP en marzo de 2016 y ha ido creciendo desde entonces. La relación entre el saldo vivo de bonos verdes y el saldo vivo total en el sector industrial, incluidos gas y electricidad, infraestructuras, transportes y construcción, ha aumentado de forma continuada desde el anuncio del CSPP, pasando de menos del 4 % en marzo de 2016 a situarse por encima del 9 % a finales de septiembre de 2018 (véase gráfico D). Estos resultados son coherentes con las conclusiones relativas al impacto del CSPP en la emisión total de bonos por parte de sociedades no financieras, que se incrementó tras el anuncio del programa, especialmente entre emisores admisibles¹². Estas conclusiones son corroboradas por un análisis del sector de gas y electricidad, que es más homogéneo, así como para vencimientos específicos. No obstante, cabe señalar que esta tendencia positiva refleja, en parte, un fenómeno global, ya que las emisiones de bonos verdes han crecido en todo el mundo, pasando de menos de 10 mm de euros en 2013 a casi 120 mm de euros en 2017.

¹¹ El aumento de los diferenciales de los bonos verdes corporativos a finales de 2016 se debió, en parte, a factores de carácter técnico. El 10 de octubre de 2016, una nueva emisión de 1,75 mm de euros por parte de Electricité de France elevó seis puntos básicos la media ponderada por volumen de los diferenciales de estos bonos, que pasó de 25 a 31 puntos básicos.

¹² El impacto del CSPP se describe en el artículo titulado «[The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2018.

Gráfico D

Volumen de bonos verdes admisibles en el CSPP en relación con los bonos admisibles totales en el CSPP en el sector industrial

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Datos basados en los saldos vivos en términos nominales. La última observación corresponde al 27 de septiembre de 2018.

El Eurosistema también ha comprado bonos verdes emitidos por Estados soberanos, agencias e instituciones supranacionales desde el comienzo del PSPP, siendo su presencia cada vez mayor. El volumen de bonos verdes

admisibles emitidos por dichas entidades del sector público es reducido en comparación con el universo de bonos admisibles en el PSPP (menos del 1 %). Aunque bancos multilaterales de desarrollo, como el Banco Europeo de Inversiones, y agencias como Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) tienen un largo historial de emisión de bonos verdes y representan una proporción relativamente importante de la emisión total de bonos verdes admisibles en el PSPP (véase gráfico E, panel a), los Estados entraron en el mercado de estos bonos hace poco tiempo, y fué el Tesoro francés el primer emisor soberano de la zona del euro en emitir bonos verdes, en enero de 2017. Sin embargo, los Estados muestran una tendencia a recurrir al mercado a gran escala, por encima de los importes que emiten las empresas en la misma jurisdicción (véase gráfico E, panel b). En conjunto, los bonos verdes emitidos por entidades del sector público contribuyen con un volumen de 48 mm de euros al universo de bonos admisibles en el PSPP, y de ellos el Eurosistema mantiene actualmente el 24 % (frente al 15% de 2015), lo que está bastante en consonancia con sus tenencias totales de todo el universo de valores emitidos en el marco del PSPP.

En conjunto, aunque el importe de bonos verdes en poder del Eurosistema sigue siendo relativamente pequeño, la evidencia sugiere que el Eurosistema, a través de sus compras, ha reducido las rentabilidades de estos bonos y ha respaldado su emisión por parte de las sociedades no financieras.

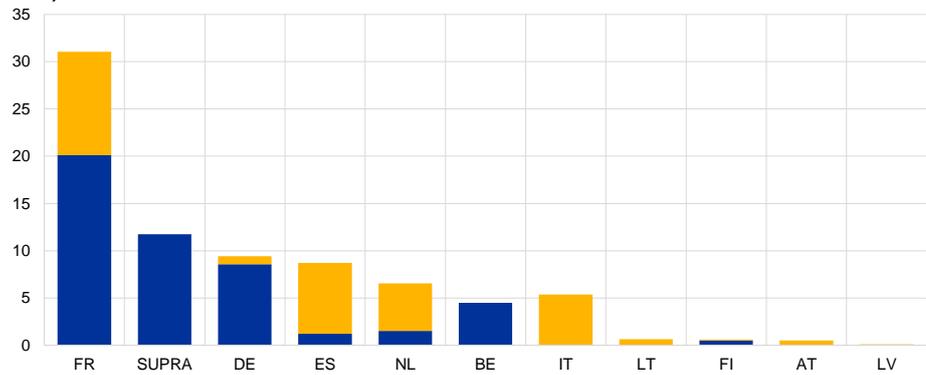
Gráfico E

Emisión de bonos verdes por parte del sector público y del sector empresarial, por jurisdicción (saldos vivos)

(mm de euros)

■ Universo del PSPP
■ Universo del CSPP

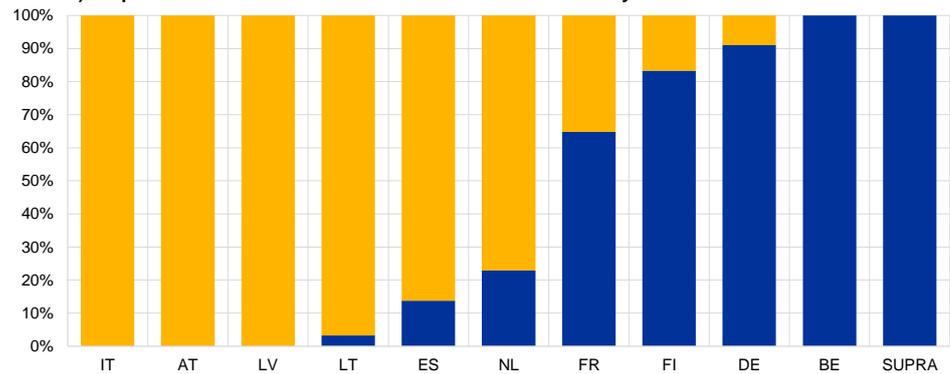
a) Emisión total de bonos verdes



(porcentajes)

■ Universo del PSPP
■ Universo del CSPP

b) Proporción de la emisión total de bonos verdes en el PSPP y el CSPP



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: «SUPRA» significa entidades supranacionales, que incluyen bancos multilaterales de desarrollo. Los datos corresponden al período comprendido entre enero de 2012 y agosto de 2018.

Desagregación geográfica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro

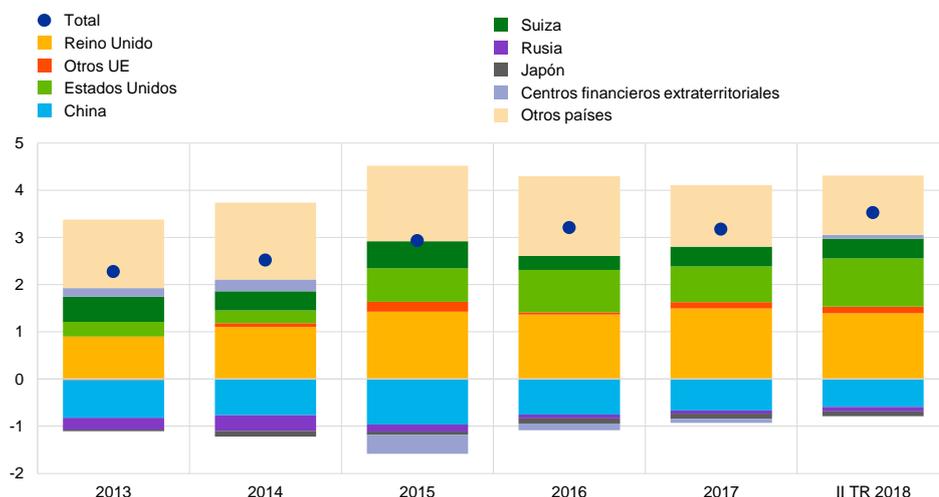
Michael Fidora y Martin Schmitz

La composición de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, en términos de sus contrapartidas geográficas, ha sido bastante estable en los últimos años, y la mayor parte de los superávits y los déficits bilaterales se registraron frente a los socios comerciales más importantes de la zona (véase gráfico A). Los nuevos datos disponibles sobre la desagregación geográfica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro revelan que la mayor parte del superávit exterior de la zona del euro (3,5 % del PIB, en datos acumulados de cuatro trimestres hasta el segundo trimestre de 2018) se registró frente al Reino Unido y a Estados Unidos —cuya contribución fue del 1,4 % y del 1 % del PIB de la zona del euro, respectivamente—, seguidos de Suiza (0,4 % del PIB de la zona). En cambio, la contribución de China a la balanza por cuenta corriente de la zona del euro fue negativa (en torno al -0,6 % del PIB de la zona). Al mismo tiempo, todos los demás socios comerciales importantes para los que se dispone de una desagregación geográfica tuvieron un impacto relativamente limitado, mientras que un grupo residual de países —que incluye a los principales productores de petróleo— también contribuyeron de forma positiva al superávit exterior de la zona del euro (alrededor del 1,3 % del PIB de la zona).

Gráfico A

Balanza por cuenta corriente, contrapartida geográfica

(porcentajes del PIB de la zona del euro)



Fuente: BCE.

Notas: «II TR 2018» se refiere a los datos acumulados de cuatro trimestres hasta el final del segundo trimestre de 2018. «Otros UE» incluye Estados miembros de la UE e instituciones de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excluido el Reino Unido.

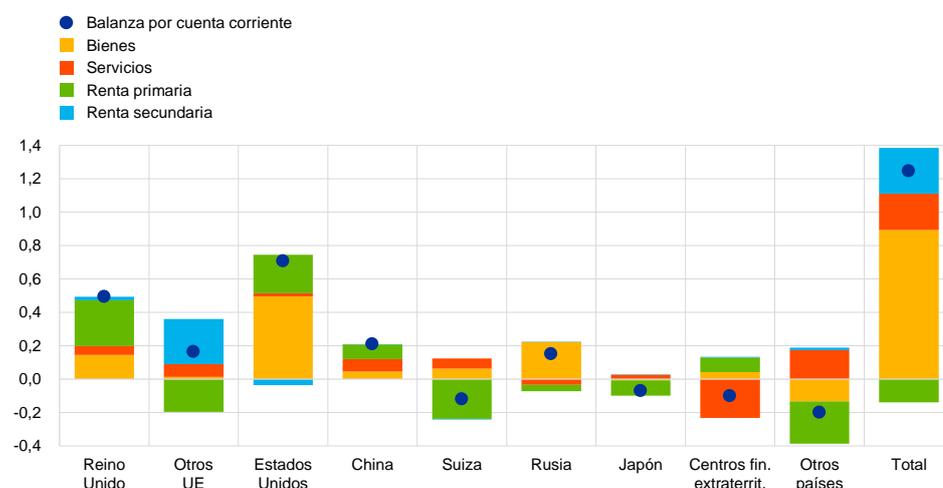
El grueso del aumento del superávit por cuenta corriente de la zona del euro —de aproximadamente 1,2 puntos porcentuales del PIB desde 2013— se debió a mejoras frente a los tres socios comerciales más importantes de la zona del euro (véase gráfico B). Durante este período, los superávits por cuenta corriente de la zona del euro frente a Estados Unidos y al Reino Unido aumentaron en 0,7 y

en 0,5 puntos porcentuales del PIB de la zona del euro, respectivamente, mientras que el déficit por cuenta corriente de la zona frente a China se redujo 0,2 puntos porcentuales del PIB de la zona. Asimismo, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro también mejoró frente a los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro (excluido el Reino Unido) y frente a Rusia, pero empeoró con respecto a todos los demás socios comerciales importantes.

Gráfico B

Variación de los principales componentes de la balanza por cuenta corriente, contrapartida geográfica

(porcentajes del PIB de la zona del euro, variación entre 2013 y el valor acumulado de cuatro trimestres hasta el segundo trimestre de 2018)



Fuente: BCE.

Nota: «Otros UE» incluye Estados miembros de la UE e instituciones de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excluido el Reino Unido.

Los cambios más notables observados en la desagregación geográfica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro desde 2013 se registraron en el comercio de bienes y en la renta primaria (véase gráfico B).

Las mejoras de las balanzas por cuenta corriente bilaterales reflejaron principalmente los incrementos de las de comercio de bienes y renta primaria, en particular en los casos del Reino Unido y Estados Unidos. Asimismo, los descensos registrados en las balanzas por cuenta corriente fueron consecuencia, sobre todo, del deterioro de las balanzas de renta primaria¹³ bilaterales, concretamente frente a Suiza, Japón y el grupo residual de países. Además, la zona del euro experimentó una mejora en su balanza de renta secundaria¹⁴ frente al resto de la UE (excluido el Reino Unido) debido al descenso de las contribuciones al presupuesto de la UE.

¹³ La renta primaria representa los ingresos que reciben las unidades institucionales residentes por su contribución al proceso de producción o por la provisión de activos financieros y el alquiler de recursos naturales a unidades institucionales no residentes (por ejemplo, remuneración de asalariados, dividendos e intereses).

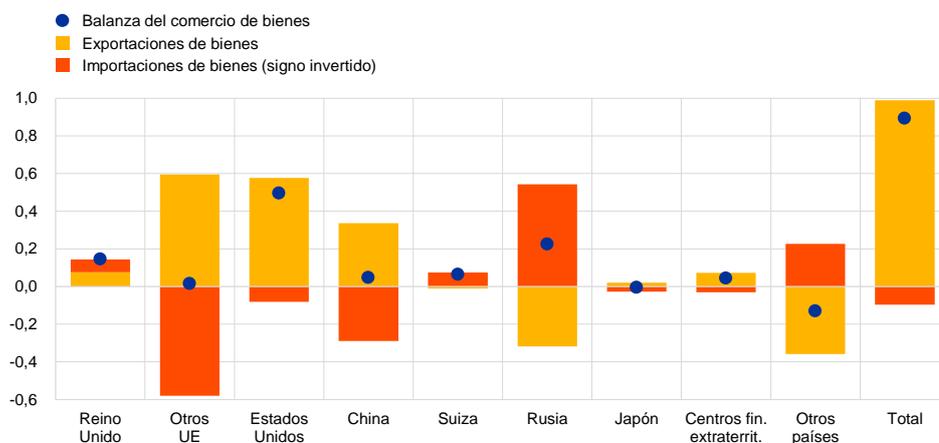
¹⁴ La renta secundaria se refiere a las transferencias corrientes entre residentes y no residentes que afectan directamente al nivel de renta nacional disponible bruta y, por consiguiente, influyen en la capacidad de la economía para consumir bienes y servicios (por ejemplo, cooperación internacional y remesas de trabajadores).

Las mejoras registradas en la balanza del comercio de bienes bilateral de la zona del euro desde 2013 estuvieron fundamentalmente impulsadas por las exportaciones, en un entorno de fuerte demanda global, mientras que las importaciones, en general, también repuntaron (véase gráfico C). El mayor incremento de las exportaciones netas se registró frente a Estados Unidos y se debió a un fuerte aumento de las exportaciones a dicho país, que fue superior al ligero crecimiento de las importaciones a la zona del euro, como consecuencia de la mayor fortaleza de la demanda interna en Estados Unidos y la apreciación del dólar frente al euro. Al mismo tiempo, las exportaciones netas también crecieron de forma significativa frente a Rusia como resultado de una notable reducción del valor de los intercambios comerciales, incluido un descenso considerable de las importaciones de la zona del euro debido a la depreciación del rublo y la caída de los precios de las materias primas. Con respecto a los demás socios comerciales, las variaciones de las exportaciones netas fueron menos importantes. En particular, las exportaciones netas a otros países de la UE y a China apenas cambiaron, lo que refleja una expansión sólida y relativamente equilibrada del comercio con esos socios comerciales. La vigorosa expansión del comercio bilateral con otros países de la UE tuvo su origen en la recuperación económica de la UE y, en particular, en la reaparición de las cadenas de valor, tras el desplome del comercio causado por la crisis financiera mundial. Asimismo, las exportaciones netas de bienes al Reino Unido y a Suiza aumentaron ligeramente, debido, en parte, a una disminución de las importaciones de esos países. La zona del euro registró un leve empeoramiento de las exportaciones netas frente al grupo residual de otros países, como reflejo de una reducción general de los valores de las exportaciones y las importaciones, en este último caso motivada fundamentalmente por el descenso observado en los precios de las materias primas.

Gráfico C

Variación de las exportaciones y las importaciones de bienes, por contrapartida geográfica

(porcentajes del PIB, variación entre 2013 y el valor acumulado de cuatro trimestres hasta el segundo trimestre de 2018)



Fuente: BCE.

Notas: En el gráfico se muestra la inversa de la variación de las importaciones de bienes, por lo que un valor negativo (positivo) significa un aumento (disminución). «Otros UE» incluye Estados miembros de la UE e instituciones de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excluido el Reino Unido.

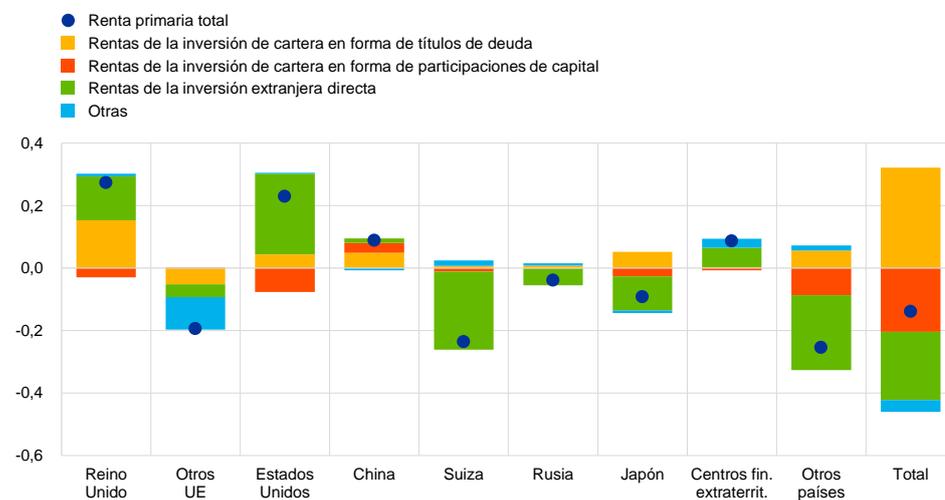
La evolución de las balanzas de renta primaria bilaterales desde 2013 estuvo determinada, principalmente, por las rentas de la inversión extranjera directa (IED) —cuyo comportamiento fue bastante heterogéneo en las distintas contrapartidas geográficas— y las rentas de la inversión de cartera en forma de títulos de deuda (véase gráfico D). La balanza de rentas de la IED de la zona del euro viene determinada, fundamentalmente, por las operaciones de las empresas multinacionales residentes y no residentes en la zona. Concretamente, las decisiones de inversión de estas empresas y su rentabilidad determinan la evolución de las rentas de la IED. La mejora más destacada de la balanza de estas rentas en la zona del euro se registró frente a Estados Unidos, seguido del Reino Unido, y se debió, sobre todo, a que el incremento de las posiciones de IED de los residentes de la zona del euro en Estados Unidos y en el Reino Unido fue superior al de las posiciones de los residentes de estos dos países en la zona del euro. En cambio, la balanza de rentas de la IED de la zona del euro registró el descenso más significativo frente a Suiza, Japón y el grupo residual de países. En el caso de los dos primeros, esta evolución está en consonancia con el aumento de las posiciones de IED de residentes suizos y japoneses en la zona del euro. Por lo que respecta al grupo residual de países, la disminución observada en las rentas de la IED se debió a la reducción de los beneficios (de explotación) registrados en este tipo de inversión de la zona del euro en estos destinos. El incremento de las rentas de la inversión de cartera en forma de títulos de deuda frente al Reino Unido, Estados Unidos y Japón refleja el acusado aumento de la preferencia de los inversores de la zona del euro por los títulos de deuda emitidos por entidades residentes en esos países en los últimos años, así como el descenso de los rendimientos de los títulos de deuda de la zona del euro¹⁵.

¹⁵ Véase M. Fidora y M. Schmitz, «Los factores determinantes de la reciente mejora de la posición de inversión internacional de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2018.

Gráfico D

Variación de los principales componentes de la balanza de renta primaria, contrapartida geográfica

(porcentajes del PIB, variación entre 2013 y el valor acumulado de cuatro trimestres hasta el segundo trimestre de 2018)



Fuente: BCE.

Notas: «Otras» incluye la remuneración de los asalariados, las rentas de la otra inversión, y activos de reserva y otra renta primaria. «Otros UE» incluye Estados miembros de la UE e instituciones de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excluido el Reino Unido. Todas las rentas de activos de reserva se asignan a «otros países».

Malin Andersson y Lorena Saiz

La inversión en activos intangibles permite mejorar la productividad. Los activos intangibles¹⁶ son activos no monetarios sin sustancia física o financiera. Engloban una amplia gama de activos muy diversos, entre los que se incluyen el capital humano, la innovación, las marcas, las patentes, los programas informáticos, las relaciones con clientes, las bases de datos y los sistemas de distribución. Algunos de estos activos permiten a las empresas obtener ganancias de productividad y eficiencias gracias al uso de nuevas tecnologías y, por tanto, desempeñan un papel estratégico en la creación de valor de las compañías. En este recuadro se examinan las características de los activos intangibles y se analizan algunas implicaciones de su creciente importancia.

La inversión en activos intangibles ha cobrado mayor importancia en la zona del euro, tanto en términos absolutos como en relación con los activos tangibles, debido a varios factores. En los países de la zona del euro y en otras economías avanzadas, la inversión en activos intangibles ha aumentado notablemente en las décadas recientes. En los 20 últimos años, el crecimiento de los productos de propiedad intelectual —un grupo de activos intangibles incluido en las cuentas nacionales¹⁷— ha sido superior al de la inversión en activos tangibles en la zona del euro (véase gráfico A). La inversión en estos productos también ha contribuido significativamente al crecimiento anual de la inversión, excluida la construcción, de la zona del euro en las dos últimas décadas (véase gráfico B). El hecho de que la tasa de avance de los activos intangibles sea más elevada que la de los activos tangibles obedece a factores como el aumento de la competencia global, el desplazamiento de la industria a los servicios, la expansión de la economía digital, el cambio en las especializaciones internacionales en el área de la producción, los nuevos modelos de negocio (por ejemplo, para la optimización fiscal) y los avances tecnológicos generales.

¹⁶ Más concretamente, los activos intangibles incluyen la inversión relacionada con: i) la informática y la información digitalizada (como programas informáticos y bases de datos); ii) la propiedad de la innovación y las competencias de la empresa (como I+D científico y no científico, *copyrights*, diseños y marcas), y iii) las competencias económicas (como valor de marca, capital humano de la empresa, redes que conectan a las personas y las entidades, saber hacer [*know-how*] organizativo, que aumenta la eficiencia, y aspectos de la publicidad y el *marketing*). En ocasiones se les denomina «activos intelectuales», «activos de conocimiento» o «capital intelectual».

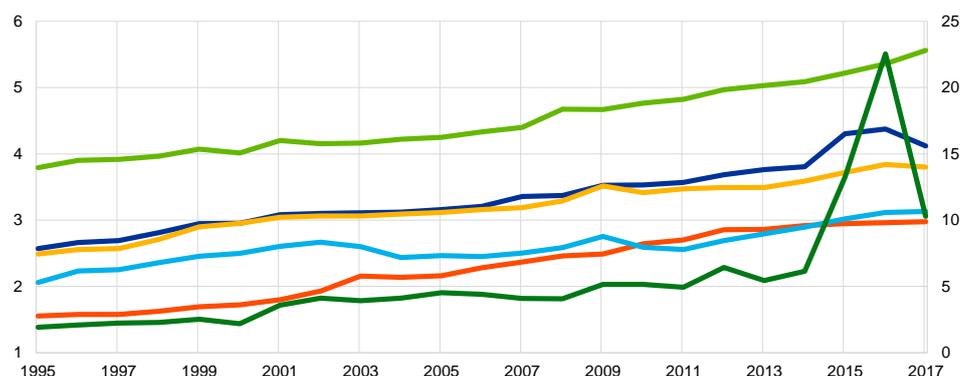
¹⁷ En 2014, las normas metodológicas actuales para las cuentas nacionales, SCN 2008 y SEC 2010, comenzaron a considerar el gasto en I+D adquirido y propio como inversión. Como consecuencia, la inversión en intangibles incluye actualmente el gasto en bienes de TIC y los productos de propiedad intelectual. El SEC 2010 define los productos de propiedad intelectual como los conocimientos resultantes de actividades de I+D, de investigaciones o de la innovación, cuyo uso está restringido por ley o por otros medios de protección. Activos intangibles como el capital humano, las relaciones con clientes y los sistemas de distribución no están incluidos en las cuentas nacionales.

Gráfico A

Inversión en activos intangibles en porcentaje de la inversión total

(porcentajes)

- Zona del euro
- Alemania
- España
- Francia
- Italia
- Irlanda (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

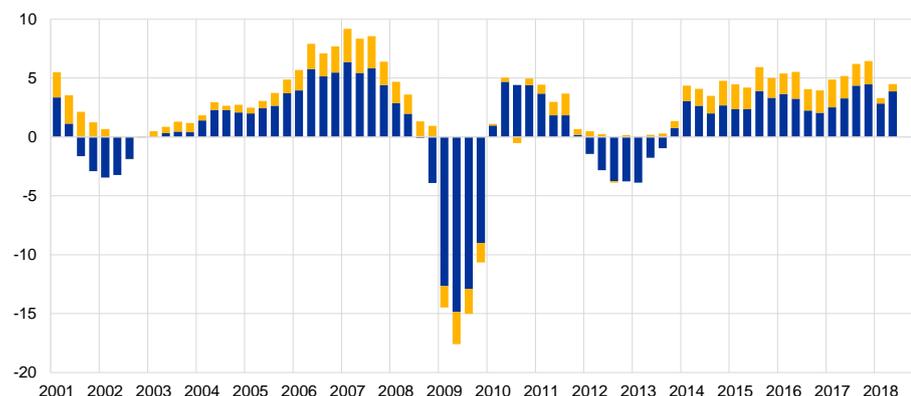
Notas: En este gráfico, «inversión en activos intangibles» se refiere a los productos de propiedad intelectual incluidos en las cuentas nacionales. La volatilidad de los datos de Irlanda y de los Países Bajos, que se debe principalmente a operaciones relacionadas con la propiedad intelectual realizadas por grandes multinacionales, contribuye significativamente a las fluctuaciones en los datos de la zona del euro.

Gráfico B

Desglose del crecimiento de la inversión, excluida la construcción, en la zona del euro

(tasa de variación interanual y puntos porcentuales)

- Maquinaria y bienes de equipo
- Productos de propiedad intelectual



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: No se dispone de datos para Bélgica y Chipre, y los datos correspondientes a Irlanda y los Países Bajos se han excluido debido a su volatilidad.

El carácter específico de los activos intangibles hace que sean menos fáciles de usar como activo de garantía, lo que puede tener como consecuencia una inversión que difiere de la óptima. Los intangibles comparten algunas características comunes con los activos tangibles. Por ejemplo, ambos son costosos de adquirir, pero ayudan a generar beneficios futuros y conllevan asumir algún riesgo. Sin embargo, los activos intangibles también poseen una serie de

características específicas que los distingue de los tangibles¹⁸, como su escalabilidad o no rivalidad, por ejemplo, que significa que los beneficios que aportan a usuarios individuales no dependen del número total de usuarios. Al mismo tiempo, algunos intangibles tienen escaso valor de mercado, y el coste de producirlos es casi totalmente un coste hundido; como consecuencia, son difíciles de comercializar¹⁹, son más específicos para una empresa concreta y se asocian a riesgos particularmente elevados para las empresas que acometen la inversión. Por último, mejoran la productividad, suelen ser más eficientes cuando se combinan con otros activos (como la formación, que ayuda a los trabajadores a utilizar el *software* y los ordenadores de manera más eficiente) y tienden a generar efectos indirectos positivos y beneficios a personas que no son las que los desarrollan (es decir, son no excluibles). Debido a estas características, son menos fáciles de utilizar como activo de garantía y, por tanto, dependen más de la financiación interna (es decir, el ahorro) que el capital físico²⁰. En conjunto, estos aspectos podrían inducir a las empresas a invertir menos en estos activos²¹.

El análisis basado en microdatos de empresas cotizadas muestra que los activos intangibles pueden explicar parte de la brecha entre la inversión en activos tangibles de las empresas y la Q de Tobin²². Desde la crisis financiera, la inversión en activos tangibles de las empresas de la zona del euro es más débil de lo que se esperaría atendiendo a la Q de Tobin (véase gráfico C, panel a), lo que podría indicar una infrainversión o una sobrevaloración en los mercados de renta variable. Dos publicaciones recientes han puesto de manifiesto que los activos intangibles pueden explicar parte de dicha brecha en Estados Unidos²³. El análisis de regresión realizado para la zona del euro muestra que, si se incluyen los intangibles no capitalizados (es decir, no registrados en el activo del balance) tanto en la inversión como en la Q de Tobin²⁴, se reduce el tamaño de la brecha entre los dos indicadores (véase gráfico C, panel b). La sensibilidad de la inversión a la Q de Tobin también aumenta, aunque en todos los casos la Q de Tobin explica solo una tercera parte de la variación total de la inversión.

¹⁸ Para más detalles, véase J. Haskel y S. Westlake, *Capitalism without Capital – The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2017. Véase también el apéndice titulado «Characteristics of intangibles per asset type», en Comisión Europea, «Investment in the EU Member States: An Analysis of Drivers and Barriers», *European Economy Institutional Papers*, n.º 062, octubre de 2017.

¹⁹ En algunos casos, el valor de un activo intangible no puede determinarse antes de que haya generado valor (es decir, hay escasa verificabilidad previa).

²⁰ Véase A. Falato, D. Kadyrzhanova y J. W. Sim, «Rising intangible capital, shrinking debt capacity, and the US corporate savings glut», *FEDS Working Paper Series*, n.º 2013-67, Reserva Federal, 2013.

²¹ Por otra parte, el potencial para generar economías de escala que mejoren el poder de mercado es un incentivo para invertir en intangibles.

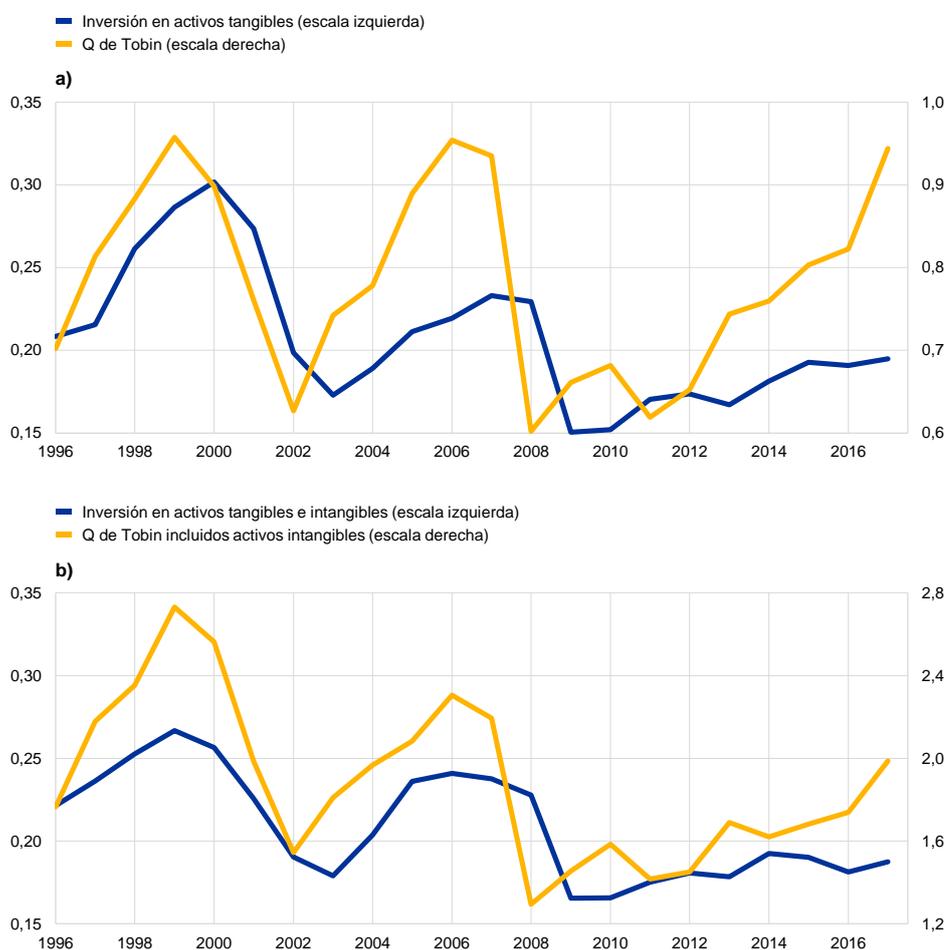
²² La Q de Tobin es la relación entre el valor de mercado de los activos de una empresa y su valor de sustitución. Si la Q de Tobin es superior a 1, puede indicar que el valor de mercado refleja activos de la empresa no valorados o no registrados. Unos valores altos en la Q de Tobin podrían alentar a las empresas a aumentar su inversión en activos de capital porque su valor supera el precio pagado por ellos; cuando la Q de Tobin es inferior a 1, ocurre el fenómeno inverso.

²³ Véanse R. H. Peters y L. A. Taylor, «Intangible capital and the investment-q relation», *Journal of Financial Economics*, vol. 123, 2017, pp. 251-272; y N. Crouzet y J. Eberly, «Understanding Weak Capital Investment: the Role of Market Concentration and Intangibles», artículo preparado para el Simposio Económico de Jackson Hole, 2018.

²⁴ Para más información, véase R. H. Peters y L. A. Taylor, *op. cit.*

Gráfico C Inversión y Q de Tobin

(medianas)



Fuente: Worldscope (empresas cotizadas de la zona del euro).

Notas: La inversión en activos tangibles se define como el gasto en inmovilizado material con respecto a los activos fijos tangibles en el período anterior. La Q de Tobin se define como el valor de mercado de la empresa más la deuda total a valor contable menos el efectivo y las inversiones a corto plazo con respecto a los activos totales a valor contable. La inversión en activos intangibles se define como los gastos de I+D más el 30 % de los costes de ventas y de los gastos generales y de administración. En el panel inferior, tanto la inversión en activos tangibles e intangibles como la Q de Tobin tienen como denominador los activos fijos tangibles a valor contable más los gastos de I+D capitalizados y el 30 % de los costes de ventas y de los gastos generales y de administración, utilizando el método del inventario permanente y las tasas de depreciación utilizadas por Peters y Taylor²⁵.

El carácter específico de los activos intangibles plantea retos relacionados con la valoración de la actividad, de los beneficios y del stock de capital, así como con la distribución de la productividad entre las empresas²⁶. Los

problemas de valoración de la actividad surgen del hecho de que estos activos suelen considerarse consumo intermedio específico de las empresas, más que inversión en su balance y, en cierta medida, no se incluyen en su totalidad en las cuentas nacionales²⁷. Aunque el porcentaje de activos intangibles que se reflejan en las cuentas anuales de las empresas va creciendo gradualmente, sobre todo en el

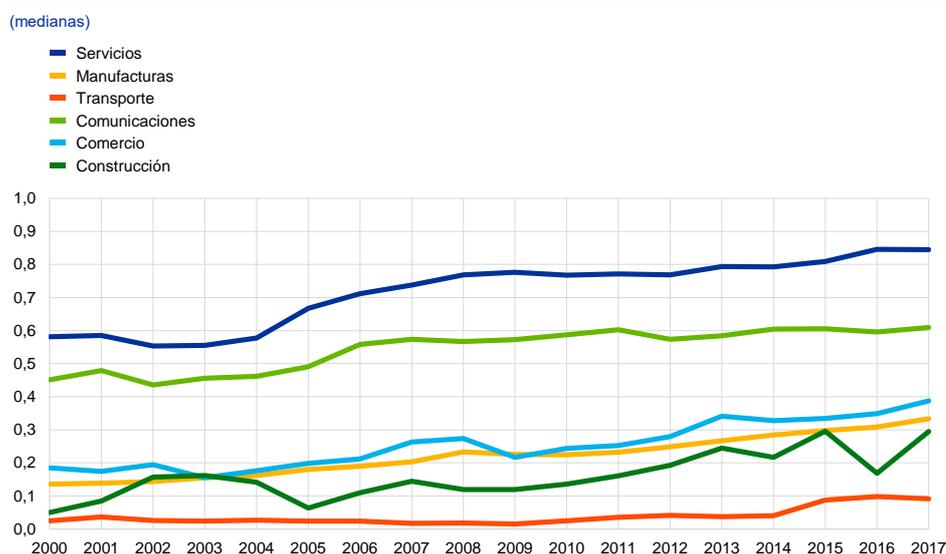
²⁵ *Ibid.*

²⁶ Véase también Comisión Europea, «Unlocking investment in intangible assets in Europe», en *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 16(1), 2017, pp. 23-35.

²⁷ Por ejemplo, las cuentas nacionales no incluyen el capital humano, el conocimiento contenido en bases de datos, el capital organizativo ni las marcas.

sector servicios (véase gráfico D), el hecho de que no se incluyan todos podría significar que el producto real se está infravalorando también. Además, la clasificación de los intangibles como gastos a deducir de las ganancias —en vez de activos— afecta a los beneficios. En cuanto a la valoración del *stock* de capital, pese a que las estimaciones de las tasas de depreciación conllevan una incertidumbre considerable, la creciente proporción de activos intangibles implica presumiblemente tasas de depreciación totales más elevadas. En consecuencia, el importe de la inversión necesaria para compensar el consumo de capital y mantener el *stock* de capital en un nivel constante está aumentando. Al mismo tiempo, es posible que el *stock* de capital continúe infravalorado debido a la insuficiente contabilización de la inversión en intangibles en las cuentas nacionales (véase también la sección sobre el capital en el artículo sobre el crecimiento potencial en el período posterior a la crisis de este Boletín Económico), lo que reviste particular importancia cuando la contribución del capital al producto potencial de la zona del euro se incrementa con relación a la aportación del factor trabajo, ya que la población activa limita el crecimiento. Asimismo, la desaceleración del crecimiento de los servicios intensivos en capital intangible podría plasmarse en los datos como una desaceleración del crecimiento de la productividad total de los factores. En cuanto a la dispersión de la productividad, parece que las empresas intensivas en intangibles están aumentando su inversión extraordinariamente, lo que contribuye a ampliar la brecha entre las empresas líderes y las que van a la zaga.

Gráfico D Intensidad en intangibles



Fuente: Worldscope (empresas cotizadas de la zona del euro).
Nota: Este gráfico muestra la ratio entre activos fijos intangibles y activos fijos tangibles e intangibles a valor contable.

Convendría contar con políticas específicas en algunas áreas, especialmente sobre cuestiones de titularidad, tratamiento fiscal, derechos de propiedad, competencia y regulación de productos, para fomentar una mayor inversión en activos intangibles y conseguir un crecimiento potencial más intenso.

La digitalización y su impacto en la economía: información de una encuesta a grandes empresas

Catherine Elding y Richard Morris

En este recuadro se resumen los resultados de una encuesta *ad hoc* del BCE realizada entre las principales empresas de la zona del euro para analizar el impacto de la digitalización en la economía²⁸. La digitalización puede considerarse un choque tecnológico o de oferta que afecta a los principales agregados económicos, especialmente a través de sus efectos sobre la competencia, la productividad y el empleo, así como de su interacción con las instituciones y su gobernanza. Las tecnologías digitales también están cambiando la forma en que las empresas desarrollan su actividad e interactúan con sus clientes y proveedores. Así pues, comprender la transformación digital y los canales por los que influye en la economía es cada vez más relevante para la ejecución de la política monetaria.

El principal objetivo de la encuesta era analizar cómo está influyendo la transformación digital en los agregados macroeconómicos, según la percepción de las empresas. En el cuestionario se preguntaba a las empresas sobre su utilización de las tecnologías digitales y los principales obstáculos para su adopción. A continuación se les pedía que indicasen los diversos canales por los que, a su juicio, la transformación digital afectaba a las ventas, los precios, la productividad y el empleo, así como la dirección y la magnitud globales esperadas de este impacto en los tres próximos años. Se recibieron respuestas de 74 importantes empresas no financieras, divididas en la misma proporción entre la producción de bienes y la prestación de servicios. La mayoría de las empresas participantes eran de gran tamaño y representaban conjuntamente alrededor del 3,7 % del PIB y el 1,7 % del empleo de la zona del euro.

El grado de utilización de las tecnologías digitales en esas empresas es muy elevado, siendo el *big data* y la computación en la nube los que se han adoptado de forma más generalizada (véase gráfico A). El uso del *big data* y la computación en la nube está muy extendido en todos los sectores, así como la utilización del comercio electrónico, que resulta crucial en los segmentos de comercio directo entre empresas y consumidores (B2C). En los sectores manufacturero y energético, la inteligencia artificial, el «internet de las cosas», la robótica y la impresión en 3D están prácticamente igual de extendidos, y las empresas encuestadas tendieron a señalar que el verdadero impacto de estas tecnologías se produce cuando se combinan. Los principales obstáculos para la adopción de las tecnologías digitales son la dificultad para adaptar la organización de la empresa y la necesidad de contratar y retener personal altamente cualificado del ámbito de las TIC. Por lo general, las empresas no consideraron que la regulación y la legislación representaran un gran obstáculo, aunque algunas señalaron que los marcos regulatorios, pese a no constituir un impedimento, tenían que evolucionar.

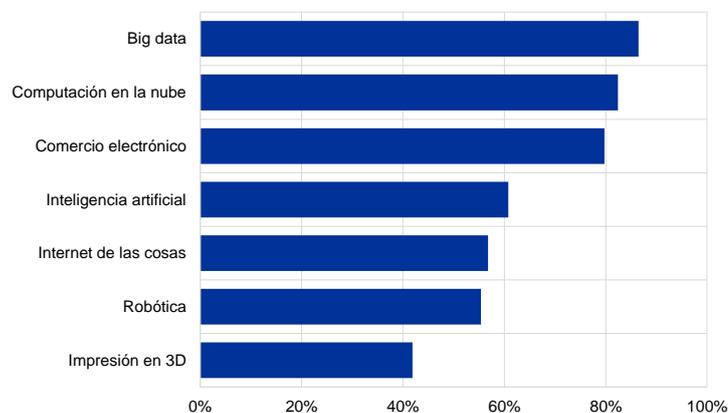
²⁸ La encuesta del BCE sobre digitalización —ECB Digitalisation Survey— se llevó a cabo en la primavera de 2018.

Gráfico A

Utilización de tecnologías digitales y obstáculos para su adopción

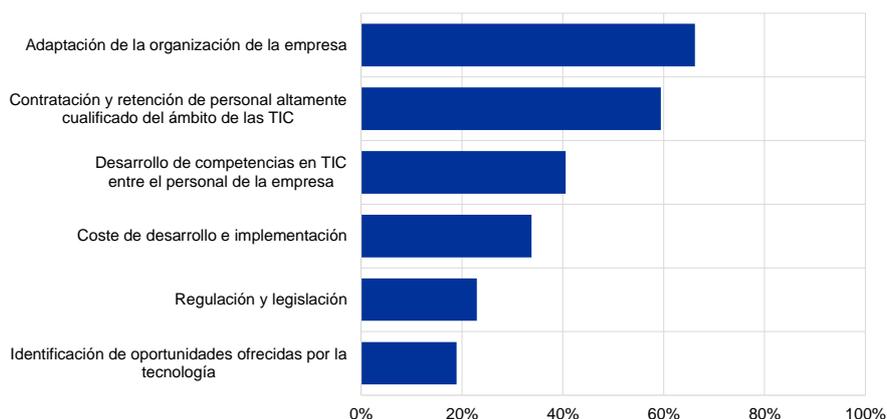
Utilización de tecnologías digitales

(porcentaje de encuestados; respuestas clasificadas según la calificación total)



Obstáculos para la adopción de las tecnologías digitales

(porcentaje de empresas encuestadas; respuestas clasificadas según la calificación total)



Fuentes: Encuesta sobre digitalización del BCE (ECB Digitalisation Survey) y cálculos del BCE.

Nota: Datos basados en respuestas a las dos siguientes preguntas: «¿Qué tecnologías digitales ha adoptado su empresa, incluidas las que están en proceso de adopción?» y «¿Cuáles son los principales obstáculos que tuvo que afrontar su empresa para la adopción de tecnologías digitales?».

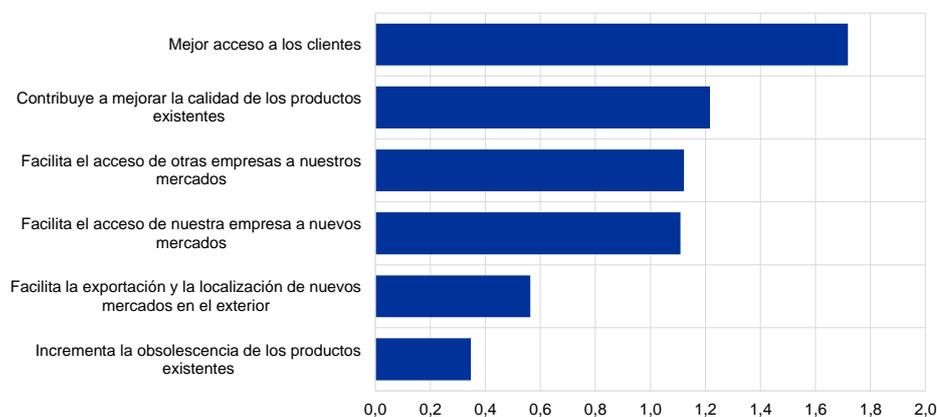
En general, la inmensa mayoría de las empresas encuestadas consideran que la digitalización tiene un impacto positivo en sus ventas (véase gráfico B). Más de la mitad de las empresas esperan que la adopción de tecnologías digitales se traduzca en un «incremento ligero» de las ventas en los tres próximos años, mientras que una tercera parte prevé un «incremento significativo». En cierta medida, esta opinión positiva puede obedecer al tamaño y la fortaleza relativos de las empresas encuestadas, ya que, en algunos casos, consideraban que su alta tasa de utilización de tecnologías digitales les permitía ganar cuota de mercado.

Gráfico B

Impacto de la digitalización en las ventas

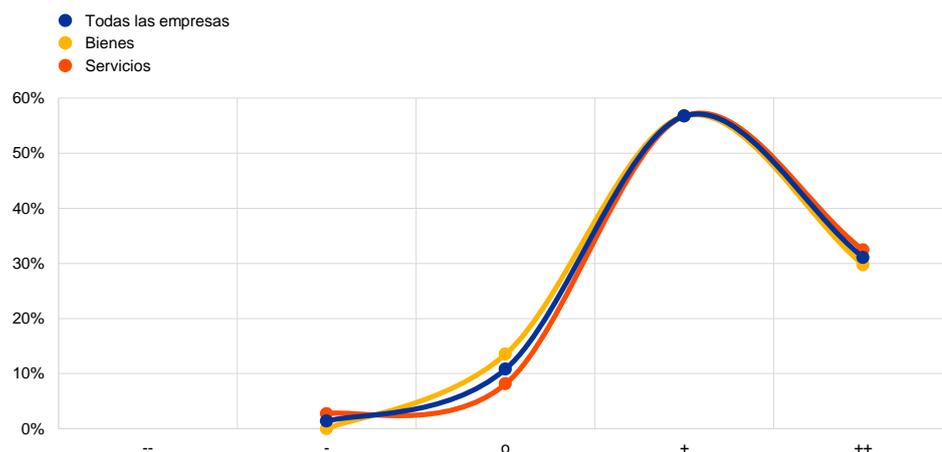
Canales por los que la digitalización influye en las ventas

(puntuaciones medias de todas las respuestas: 0 = no importante; 1 = importante; 2 = muy importante)



Impacto global en las ventas

(porcentaje de empresas encuestadas)



Fuentes: Encuesta sobre digitalización del BCE (ECB Digitalisation Survey) y cálculos del BCE.

Nota: Datos basados en respuestas a preguntas relativas a: i) la forma en que las tecnologías digitales han influido en las ventas de la empresa encuestada, y ii) el impacto global esperado sobre las ventas de la adopción de tecnologías digitales en los tres próximos años, situándose el rango de respuestas entre «disminución significativa» (--) e «incremento significativo» (++).

El principal canal por el que la digitalización impulsa el crecimiento de las ventas es el mejor acceso a los clientes.

En concreto, los encuestados subrayaron el papel que desempeñan las tecnologías digitales en la obtención de acceso a datos de clientes, lo que ayuda a las empresas a entender sus necesidades (concepto denominado «intimidad con el cliente») y a ofrecerles servicios nuevos o mejores, así como soluciones a medida con mayores niveles de calidad. Esto, a su vez, promueve mejoras en la calidad de los productos existentes (además de las propiciadas por la propia tecnología). En general, también se considera que es importante el acceso más fácil a los mercados.

Las empresas que participan en la encuesta también consideran que la digitalización aumenta su flexibilidad a la hora de fijar precios (véase gráfico C).

Alrededor de la mitad de las empresas encuestadas afirmaron que la adopción de

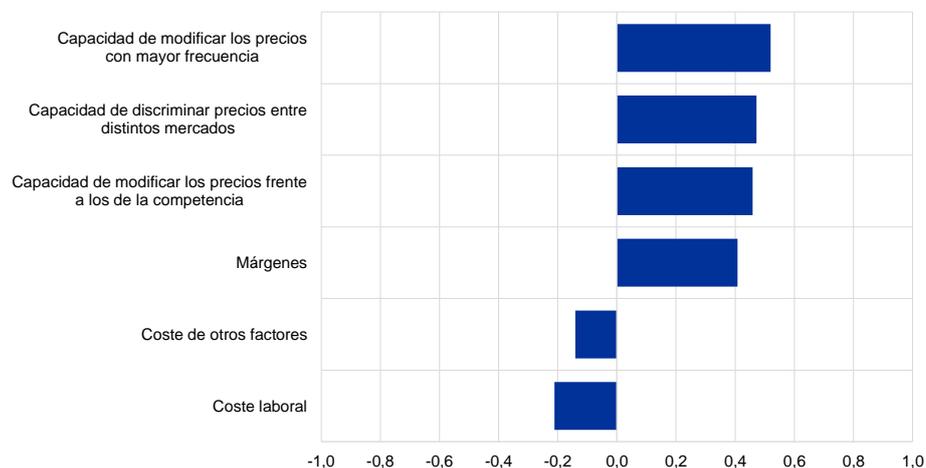
tecnologías digitales había incrementado su capacidad para ajustar sus precios frente a los de la competencia, a lo largo del tiempo y en los distintos mercados, destacando, en particular, la capacidad de «aprovechar con mayor precisión los picos de demanda» y así «obtener el valor» de los bienes y servicios ofrecidos a los clientes. Al mismo tiempo, la digitalización también permite «gestionar y optimizar mucho mejor la adquisición de bienes y servicios», así como «eliminar pérdidas y fricciones en toda la cadena de valor». Aunque la mayoría de las empresas, especialmente las manufactureras, tendían a pensar que la digitalización traería consigo una reducción de los costes y un incremento de los márgenes, entre los minoristas prevalecía más la opinión de que los costes de los bienes intermedios se incrementarían y los márgenes se comprimirían.

Gráfico C

Impacto de la digitalización sobre los precios

Canales por los que la digitalización influye en los precios.

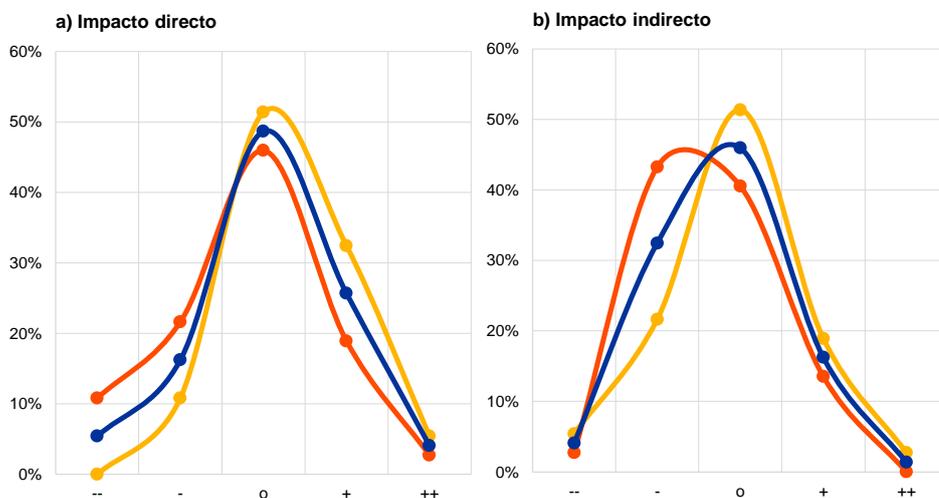
(puntuaciones medias de todas las respuestas: -1 = disminución; 1 = incremento; 0 = sin variación)



Impacto global en los precios

(porcentaje de empresas encuestadas)

- Todas las empresas
- Bienes
- Servicios



Fuentes: Encuesta sobre digitalización del BCE (ECB Digitalisation Survey) y cálculos del BCE.

Nota: Datos basados en respuestas a preguntas relativas a: i) la forma en que la adopción de tecnologías digitales influye en los precios y los costes de la empresa encuestada, y ii) el impacto global esperado en los precios de venta en los tres años siguientes a la adopción de tecnologías digitales por parte de: a) la empresa encuestada y b) otras partes (es decir, proveedores, clientes y competidores), situándose el rango de respuestas entre «disminución significativa» (-) e «incremento significativo» (++)

El impacto que la digitalización está teniendo sobre los precios no resulta claro, y se observan sobre todo presiones a la baja en el segmento de servicios de consumo. Se preguntó a las empresas participantes por el impacto que esperaban que tuviera en los precios la adopción de tecnologías digitales por parte de: i) su propia empresa («impacto directo»), y ii) otras partes, es decir, proveedores, competidores y clientes («impacto indirecto»). En ambos casos, el número de encuestados que anticipaban un impacto reducido o nulo, o

que no estaban seguros, fue relativamente elevado (en torno a un 50 %). En general, los productores de bienes tendían a pensar que la adopción de tecnologías digitales les permitiría subir los precios²⁹. En cambio, los proveedores de servicios (especialmente los minoristas) se inclinaban más por la idea de que la adopción de estas tecnologías por otras partes presionaría a la baja sus precios de venta.

Las empresas encuestadas consideran que la digitalización incrementa la productividad debido a la facilidad para compartir conocimientos y la mayor eficiencia de los procesos de producción (véase gráfico D).

Prácticamente todas las empresas participantes estimaban que la mayor facilidad para compartir conocimientos (sobre todo dentro de la empresa) es un canal importante por el que la digitalización eleva la productividad, y aproximadamente la mitad de ellas consideraban que se trata de un aspecto muy importante. El papel de la digitalización en el incremento de la eficiencia del proceso de producción a través de la automatización reviste casi la misma importancia. Muchas de las empresas subrayaron que la mayor cantidad de datos e información que recababan, tanto dentro como fuera de la organización, les estaba ayudando a satisfacer las necesidades de sus clientes. El efecto global en la productividad se consideraba extraordinariamente positivo, y se señalaba un impacto mayor, por regla general, en el sector servicios, sobre todo en los segmentos de servicios entre empresas (B2B).

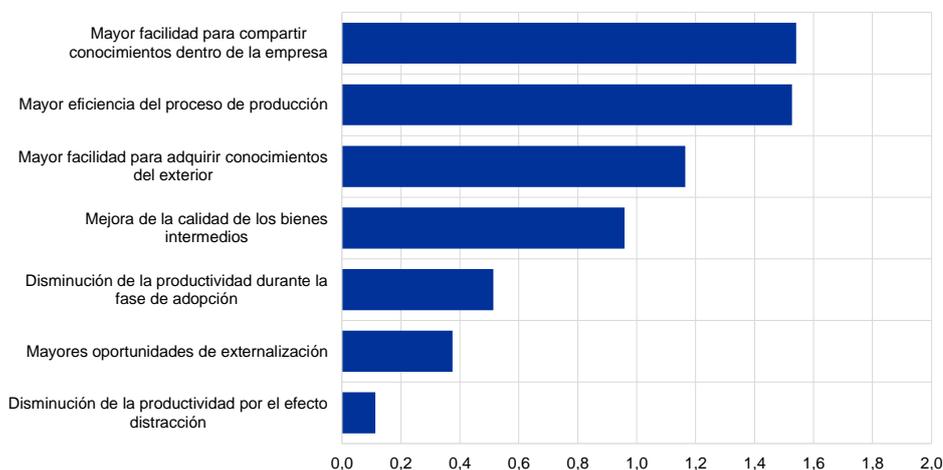
²⁹ Sin embargo, el aumento de los precios de venta, en la medida en que refleje un mayor valor añadido, podría ser compatible con que la digitalización ejerza presión a la baja sobre los precios de producción de bienes y servicios en términos comparables.

Gráfico D

Impacto de la digitalización en la productividad

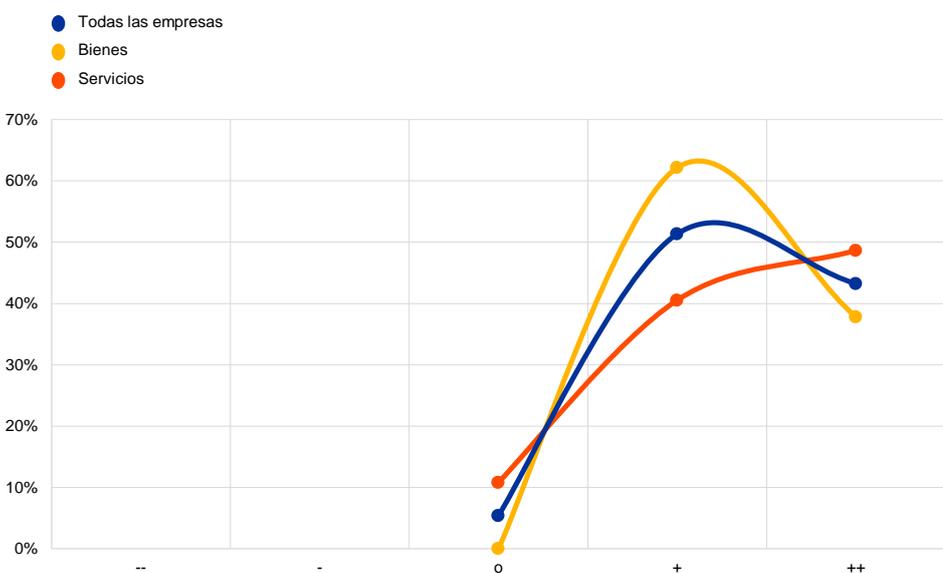
Canales por los que la digitalización influye en la productividad

(puntuaciones medias de todas las respuestas: 0 = no importante; 1 = importante; 2 = muy importante)



Impacto global en la productividad

(porcentaje de encuestados)



Fuentes: Encuesta sobre digitalización del BCE (ECB Digitalisation Survey) y cálculos del BCE.

Nota: Datos basados en respuestas a preguntas relativas a: i) la forma en que las tecnologías digitales influyen en la productividad de la empresa encuestada, y ii) el impacto global que se espera que tenga la adopción de tecnologías digitales en la productividad en los tres próximos años, situándose el rango de respuestas entre «disminución significativa» (--) e «incremento significativo» (++)

En general, las empresas encuestadas consideran que la digitalización tiene un ligero impacto negativo en el empleo, al tiempo que subrayan la importancia del reciclaje profesional y de un mayor nivel de cualificación (véase gráfico E).

Alrededor de un tercio de los participantes en la encuesta esperaban que la digitalización redujera el empleo en su empresa en los tres años siguientes, mientras que aproximadamente la quinta parte esperaba que lo aumentara. Opinaban que la digitalización reemplazaría el trabajo de cualificación media y baja, pero no el de alta

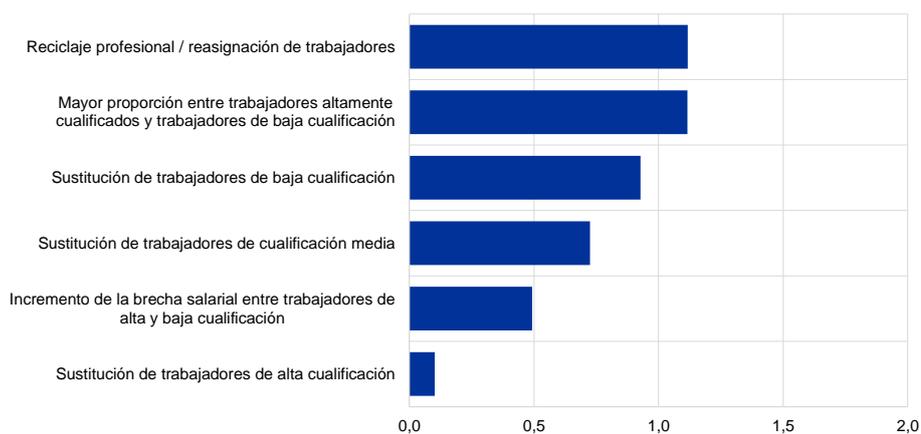
calificación. Sobre todo, consideraban que la digitalización elevaría la proporción entre trabajadores altamente cualificados y trabajadores menos cualificados, y hacían hincapié en el reciclaje profesional y la reasignación de trabajadores a nuevas funciones respaldadas por las tecnologías digitales.

Gráfico E

Impacto de la digitalización en el empleo

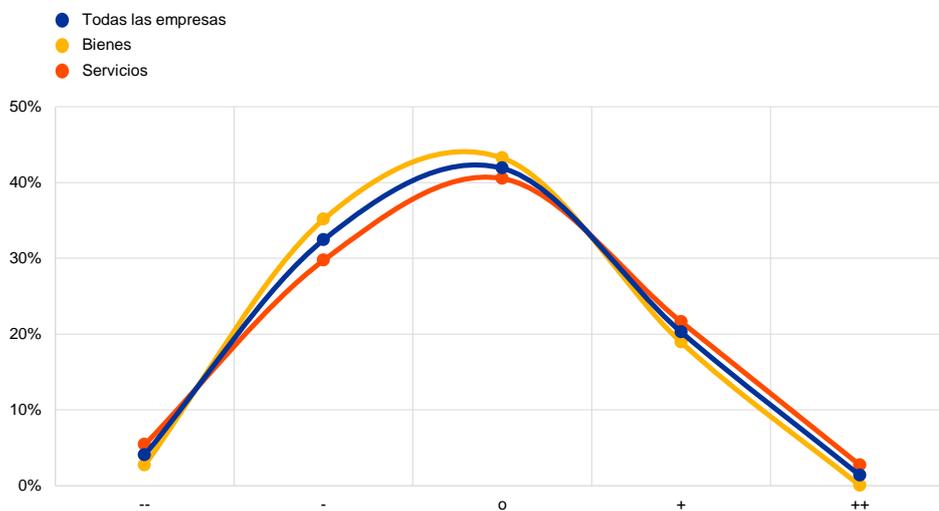
Canales por los que la digitalización influye en el empleo

(puntuaciones medias de todas las respuestas: 0 = no importante; 1 = importante; 2 = muy importante)



Impacto global en el empleo

(porcentaje de encuestados)



Fuentes: Encuesta sobre digitalización del BCE (ECB Digitalisation Survey) y cálculos del BCE.

Nota: Datos basados en respuestas a preguntas relativas a: i) la manera en que las tecnologías digitales influyen en el empleo de la empresa encuestada, y ii) el impacto global que se espera que tenga en el empleo la adopción de tecnologías digitales en los tres próximos años, situándose el rango de respuestas entre «disminución significativa» (--) e «incremento significativo» (++)

5 El papel de los precios de la energía en la inflación reciente desde la perspectiva de los distintos países

leva Rubene

En la actualidad, la inflación general de la zona del euro está fuertemente influida por la intensa contribución de los precios de la energía. En el tercer trimestre de 2018, su contribución a la tasa de inflación medida por el IAPC, que se situó en torno al 2 %, fue de 0,9 puntos porcentuales, casi la mitad de la tasa. Esta notable contribución refleja principalmente la evolución pasada de los precios del petróleo, un factor común a todos los países de la zona del euro. Sin embargo, la contribución de la energía a la inflación medida por el IAPC depende del porcentaje que esta represente en el gasto en consumo y del grado de transmisión de la evolución de los precios del petróleo a los precios de consumo de la energía. En este recuadro se analiza en qué medida estos factores pueden ayudar a explicar las diferencias observadas entre los países de la zona del euro en lo que respecta a la reciente contribución de la energía a la inflación medida por el IAPC general³⁰.

Actualmente, la contribución de la energía a la inflación medida por el IAPC muestra diferencias sustanciales en los distintos países de la zona del euro.

En la mayoría de los países grandes, en el tercer trimestre de 2018, el porcentaje de esta contribución se situó bastante próximo a la media de la zona del euro, es decir, hasta un 50 % (véase gráfico A). Sin embargo, en algunos países de tamaño más reducido, esta proporción osciló entre una contribución muy limitada (en Malta, la energía prácticamente no influyó) y una muy elevada (en Irlanda, casi toda la inflación medida por el IAPC fue atribuible al componente energético). Cabe señalar que esta comparación entre países solo es indicativa de la importancia relativa de la energía, dado que el IAPC general también está determinado por la evolución de la inflación medida por el IAPC, excluida la energía³¹.

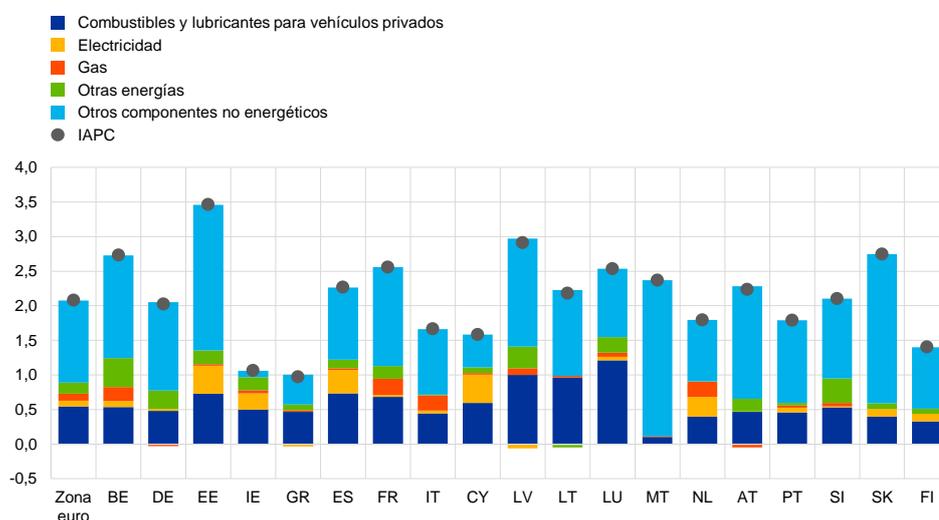
³⁰ Este recuadro no incluye el impacto que tienen los cambios en la fiscalidad sobre la inflación de la energía ni los efectos de primera vuelta indirectos de las variaciones de los precios del petróleo. Para una descripción de estos efectos, véase Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, «[Energy markets and the euro area macroeconomy](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 113, BCE, junio de 2010, en particular la sección titulada «The impact of energy prices on inflation». Con respecto al impacto de los precios del petróleo en los precios de consumo de la energía en la zona del euro, véase también el recuadro titulado «[Los precios del petróleo y los precios de consumo de la energía en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2016.

³¹ Las contribuciones relativas también pueden estar distorsionadas si las tasas de variación del IAPC, excluida la energía, y/o del componente energético son negativas.

Gráfico A

Contribución de las tasas de variación de los precios de la energía a la inflación medida por el IAPC en el tercer trimestre de 2018

(contribuciones en puntos porcentuales; tasas de variación interanual del IAPC)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: «Otras energías» incluye combustibles líquidos y sólidos, y energía calórica.

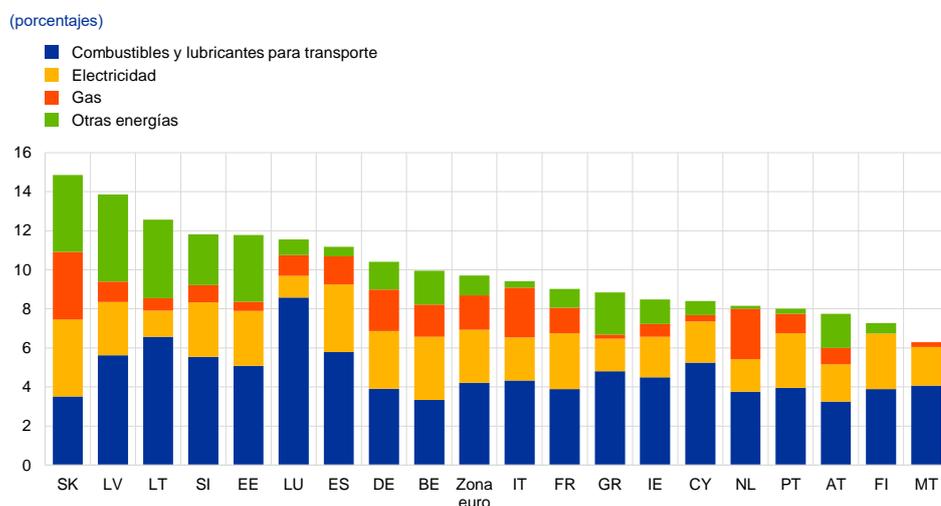
El peso de la energía en el IAPC varía en función del país, pero no es suficiente para explicar todas las diferencias que se observan actualmente en las contribuciones a la inflación general.

Las contribuciones de los precios energéticos a la inflación son, en general, superiores a lo que sugeriría el peso de la energía en el IAPC, que varía desde alrededor del 6 % en Malta hasta casi el 15 % en Eslovaquia, mientras que para el conjunto de la zona del euro es del 10 % (véase gráfico B). En conjunto, los combustibles para transporte representan aproximadamente la mitad del peso de la energía (más que cualquier otro componente energético), y los precios de los combustibles suelen seguir más de cerca las variaciones de los precios del crudo en euros que otros componentes energéticos. Esto explica por qué, en todos los países, los precios de los combustibles han sido históricamente los principales determinantes de la evolución de la inflación de la energía³². Al mismo tiempo, las diferencias entre países que se observaron en las tasas de variación de los precios de los combustibles registradas en el tercer trimestre de 2018 fueron mayores que las que puedan deberse a las diferencias en el peso, lo que sugiere que otros factores también intervienen en la transmisión.

³² Durante el período transcurrido desde 1999, la correlación contemporánea media (no ponderada) en los distintos países de la zona del euro entre las tasas de variación interanual del precio total de la energía y de los combustibles ha sido de 0,9, mientras que, en el caso de los precios del gas y de la electricidad, ha sido considerablemente menor (de 0,5 y 0,1, respectivamente).

Gráfico B

Contribución de la energía y de sus principales subcomponentes al IAPC en 2018



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Otras energías» incluye combustibles líquidos y sólidos, y energía calórica. El peso relativamente elevado de los combustibles para transporte en Luxemburgo refleja también las compras de no residentes en dicho país.

La transmisión de los precios del petróleo a los precios de los combustibles no tiene una elasticidad unitaria, puesto que el precio de consumo final depende también de los impuestos y de la evolución de los márgenes.

Las modificaciones de impuestos (en particular, de los impuestos especiales) suelen tener un impacto notable en los precios de los combustibles³³, y el nivel de impuestos influye en la transmisión de las variaciones de los precios del petróleo. Cuanto más elevados sean los impuestos especiales —una cantidad fija por litro— que gravan los precios de los combustibles de un país, menor será la variación porcentual de esos precios ante una variación dada de los precios del petróleo. En cambio, aunque las divergencias en los tipos del impuesto sobre el valor añadido (IVA) pueden explicar, en parte, las diferencias en el nivel de los precios de consumo de los combustibles, debido a que el IVA es proporcional, los distintos tipos impositivos existentes en la zona del euro no pueden justificar las divergencias en la traslación de las variaciones de los precios del petróleo a los de los combustibles. En el caso de los precios de la gasolina, la participación de los impuestos totales varía de unos países a otros —desde alrededor del 50 % en Luxemburgo, Malta y España hasta justo por encima del 60 % en los Países Bajos, Italia y Grecia—, lo que contribuye, en cierta medida, a explicar las diferencias en el precio final de los combustibles y en la transmisión de las variaciones de los precios del crudo a los precios de los combustibles (véase gráfico C). Los costes y los márgenes resultantes de los procesos de refinado y de distribución representan, por lo general, una proporción relativamente pequeña de los precios de los combustibles (algo más del 10 %). En horizontes más largos, es poco probable que, por ejemplo, como consecuencia del uso de distintas tecnologías o prácticas de almacenamiento, puedan atribuirse a esos costes y márgenes diferencias notables entre países en la

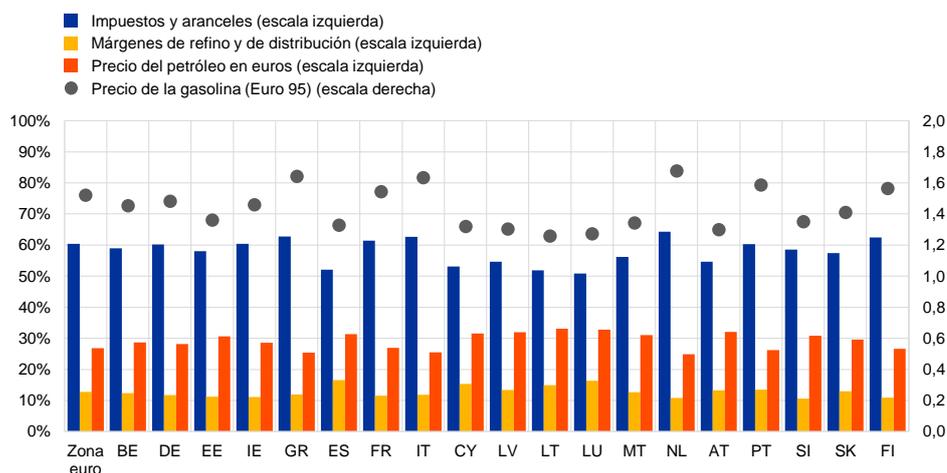
³³ Por ejemplo, las subidas de los impuestos especiales contribuyeron al aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los combustibles en Estonia y en Letonia en el tercer trimestre de 2018. En Francia y en Finlandia, las modificaciones de estos impuestos influyeron en menor medida.

transmisión de los precios del petróleo a los de los combustibles. Sin embargo, en horizontes más cortos, por ejemplo, si los márgenes responden a incrementos estacionales de la demanda, esas diferencias podrían llegar a ser importantes.

Gráfico C

Descomposición de los precios de la gasolina en el tercer trimestre de 2018

(escala izquierda: porcentajes; escala derecha: euros por litro)



Fuentes: Bloomberg, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los márgenes de refino se calculan como la diferencia entre los precios de los productos refinados de petróleo y los precios del crudo, y los márgenes de distribución, como la diferencia entre los precios de la gasolina antes de impuestos y los precios de los productos refinados.

Las tasas de variación de los precios del gas y de la electricidad no necesariamente se mueven de forma coincidente con las de los precios del petróleo y de los combustibles.

Si bien la transmisión de los precios del crudo a los precios de los combustibles es relativamente directa y rápida (se completa en unas cinco semanas)³⁴, la traslación a los precios de consumo del gas y de la electricidad es más compleja y limitada. Los precios de consumo del gas están determinados, en gran medida, por los precios mayoristas, que con el tiempo han pasado a tener un vínculo menos estrecho con los precios del petróleo³⁵. La electricidad se genera de muchas maneras (energía hidráulica, solar, eólica, nuclear, carbón, etc.), y la frecuencia con la que cambian sus precios es distinta de la de los combustibles y el gas. En todos los países de la zona del euro, los precios del petróleo tardan más en transmitirse a los precios del gas y de la electricidad que a los precios de los combustibles; el vínculo con los primeros es más débil y varía más entre países que en el caso de los precios de los combustibles (véase gráfico D)³⁶.

³⁴ Véase Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, «Energy markets and the euro area macroeconomy», *Occasional Paper Series*, n.º 113, BCE, junio de 2010, en particular la sección titulada «The impact of energy prices on inflation».

³⁵ Como consecuencia de la evolución de los mercados al contado en Europa, la proporción de los precios mayoristas del gas vinculados al petróleo se ha reducido hasta situarse en torno al 30 % en 2017, desde alrededor del 80 % en 2005. Véase International Gas Union, «Wholesale Gas Price Survey», edición de 2018, junio de 2018.

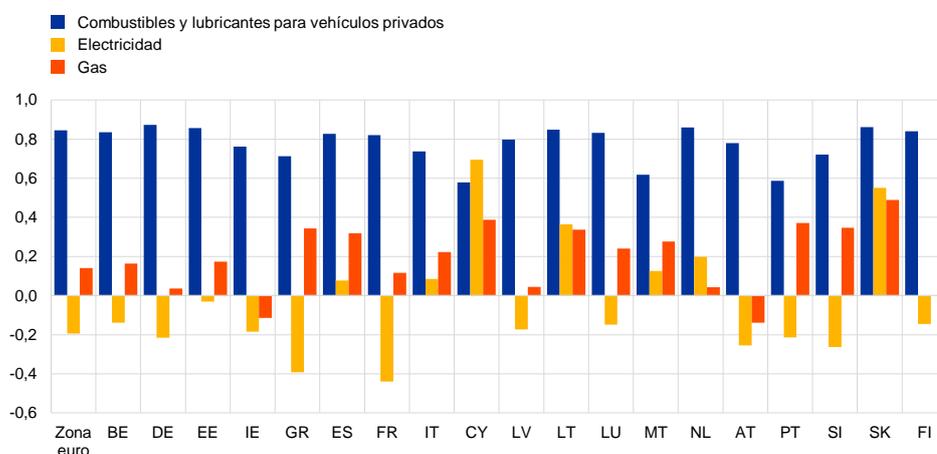
³⁶ Dado el retardo en la traslación a los precios del gas y de la electricidad, el coeficiente de correlación para desfases más largos (media no ponderada en los distintos países de la zona del euro; calculado utilizando tasas de inflación interanual) se situaría en 0,6 entre los precios del crudo y del gas, y en 0,3 entre los precios del crudo y de la electricidad, por debajo del coeficiente de correlación contemporánea entre los precios del crudo y de los combustibles, que es de 0,8.

Asimismo, en varios países de la zona, los precios del gas y de la electricidad (así como los de la energía calórica) están total o parcialmente regulados, de modo que es posible que respondan con un desfase o no respondan en absoluto a las variaciones de los precios del petróleo³⁷. Como consecuencia de este vínculo más débil entre los precios del gas y de la electricidad y los precios del crudo, en los países de la zona del euro con un porcentaje más elevado de combustible en su cesta energética también se ha registrado, en general, una contribución mayor de la energía a la inflación observada en los últimos meses.

Gráfico D

Correlación de la inflación de los componentes energéticos con los precios del crudo (en euros)

(coeficiente de correlación contemporánea de las tasas de variación interanual de los precios, enero de 1999 - septiembre de 2018)



Fuentes: Bloomberg, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Finlandia no incluye el gas en su cesta de precios de consumo. La transmisión de las variaciones de los precios del crudo a los precios del gas y de la electricidad podría tardar entre uno y dos años (el coeficiente de correlación para desfases más prolongados es mayor), muy lenta si se compara con la traslación bastante rápida a los precios de los combustibles (hasta el 90 % en cinco semanas). Con todo, incluso si se tiene en cuenta este desfase, el coeficiente de correlación con los precios del crudo calculado para desfases más prolongados es menor en los precios del gas y de la electricidad que en los de los combustibles.

En conclusión, todos los países de la zona del euro se han visto afectados por un incremento del precio del petróleo en euros, pero el efecto sobre sus tasas de inflación medida por el IAPC ha sido desigual. Esto refleja diferencias en el peso respectivo de los componentes energéticos (combustibles, gas y electricidad) en el IAPC y en la intensidad del vínculo existente entre los precios de los distintos componentes y los precios del petróleo. Por consiguiente, una evolución común de los precios del petróleo no necesariamente lleva a una disminución de la dispersión de la inflación. De cara al futuro, la moderada tendencia a la baja de los precios de los futuros sobre el petróleo implica que la tasa de variación de los precios de la energía debería moderarse ligeramente, reduciendo tanto su contribución a la inflación medida por el IAPC general como las diferencias entre países en la inflación general debidas a la evolución de los precios de la energía.

³⁷ Según la clasificación de Eurostat, los siguientes países han regulado total o parcialmente los precios de la electricidad, el gas o la energía calórica: Estonia, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Malta, los Países Bajos, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.

Artículos

1 El producto potencial en el período posterior a la crisis

Malin Andersson, Bela Szörfi, Máté Tóth y Nico Zorell

Los analistas económicos suelen considerar que el producto potencial es el mayor nivel de actividad económica que puede sostenerse a largo plazo. Las variaciones que registra pueden deberse a factores como la oferta de trabajo, la inversión de capital y la innovación tecnológica. Según estimaciones recientes de instituciones internacionales, la economía de la zona del euro estaría actualmente en un nivel próximo a su potencial. La expansión económica en curso parece haber absorbido en gran medida la capacidad productiva sin utilizar derivada de la crisis financiera global y la crisis de la deuda soberana. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento estimada del producto potencial también parece haber recuperado la mayor parte del dinamismo que mostraba antes de la crisis, impulsada principalmente por el aumento de la población activa, el descenso del desempleo tendencial y ganancias de productividad superiores. De cara al futuro, las proyecciones elaboradas por instituciones internacionales sugieren que el crecimiento real del PIB de la zona del euro seguirá superando el potencial a corto plazo. Así pues, es probable que las restricciones de oferta se acentúen cada vez más en el futuro, lo que favorecería un incremento gradual de la inflación en la zona del euro.

Introducción

El producto potencial es un concepto económico fundamental ya que su evolución determina la rapidez con la que una economía puede crecer de manera sostenible. Habitualmente se considera que el producto potencial es el nivel de actividad económica más elevado que puede sostenerse con la tecnología y los factores de producción disponibles —en particular, el trabajo y el capital—, sin generar presiones inflacionistas. Las instituciones que facilitan y fomentan la innovación, la acumulación de factores y una asignación eficiente de los recursos contribuyen especialmente a acelerar el crecimiento del producto potencial. Por lo tanto, las políticas estructurales sólidas son esenciales para promover un crecimiento sostenible.

En el caso de los bancos centrales, las estimaciones del producto potencial pueden respaldar los análisis relativos a la situación del ciclo económico y sus consecuencias para la dinámica de los salarios y los precios. Si la actividad económica supera el nivel del producto potencial, en condiciones normales, la mayor utilización de los factores presionará al alza sus costes y, en última instancia, los precios de consumo. De igual modo, estas presiones inflacionistas suelen remitir cuando la actividad económica desciende por debajo del nivel del producto potencial. Así pues, la brecha de producción, definida como la desviación porcentual del nivel de producto observado (es decir, del PIB real) con

respecto al nivel potencial, se considera a menudo un indicador de la situación del ciclo económico y de posibles presiones inflacionistas. Las estimaciones del producto potencial también sirven de base para ajustar los saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas por los efectos del ciclo económico y se incluyen en los análisis de sostenibilidad de la deuda pública a largo plazo. Además, también se utilizan para valorar el impacto de las reformas estructurales.

Dado que el producto potencial no es observable, solo puede estimarse con incertidumbre. Existen diversos métodos para estimar el producto potencial a partir de datos observados. No obstante, con independencia del método utilizado, estas estimaciones están sujetas a un considerable grado de incertidumbre y, con frecuencia, a revisiones significativas con el tiempo, por lo que han de tratarse con cautela.

Con este trasfondo, en este artículo se arroja algo de luz sobre la evolución del producto potencial de la zona del euro en el período posterior a la crisis.

En la sección 2 se analiza el concepto de producto potencial y su medición. En la sección 3 se examina su evolución reciente, mientras que en las secciones 4 y 5 se estudian más detenidamente sus principales factores determinantes. Por último, en la sección 6 se presentan las principales conclusiones en materia de políticas estructurales.

Conclusiones

Las estimaciones disponibles indican que el crecimiento potencial de la zona del euro ha aumentado en los últimos años, aunque sigue siendo menor que antes de la crisis financiera global. Se estima que el crecimiento potencial —tras registrar una significativa desaceleración durante la crisis— se ha recuperado desde el inicio de la actual fase expansiva. Durante los últimos años, este crecimiento se ha sustentado en el avance de la población activa, en el descenso del desempleo tendencial y en mayores ganancias de productividad. Aunque la formación de capital también ha experimentado una aceleración en los años recientes, se mantiene por debajo de los niveles anteriores a la crisis.

Se espera que las restricciones de oferta se acentúen cada vez más en el futuro, lo que favorecería el incremento gradual del crecimiento de los salarios y de la inflación subyacente. Durante la recuperación económica, el avance del PIB real ha superado de forma sistemática las estimaciones de crecimiento potencial disponibles, lo que ha dado lugar a una reducción progresiva de la brecha de producción que se abrió durante la crisis. La economía parece situarse actualmente en un nivel próximo a su potencial. Sin embargo, se ha de señalar que las estimaciones relativas al producto potencial y la brecha de producción conllevan un elevado grado de incertidumbre.

Dados los retos inminentes que plantea el envejecimiento de la población, es esencial formular políticas estructurales bien diseñadas que se centren en la

mejora de la productividad para impulsar el crecimiento potencial³⁸. Se espera que el envejecimiento de la población ejerza una presión a la baja sobre el crecimiento potencial de la zona del euro en las próximas décadas. Esto podría contrarrestarse, al menos en parte, con sólidas políticas estructurales dirigidas a los mercados de trabajo, de productos y de servicios con el objetivo de elevar la contribución del trabajo o de la productividad total de los factores al crecimiento potencial. Para aprovechar todo el potencial de la digitalización, la economía de la zona del euro ha de mejorar la calidad de la infraestructura digital y la disponibilidad de competencias digitales. La profundización del mercado único y las reformas del mercado de productos encaminadas a aumentar la competencia, especialmente en el sector servicios, también fomentarían el crecimiento de la productividad. Además, la reducción de los trámites administrativos facilitaría la entrada y la salida de las empresas y una redistribución eficiente de los recursos entre ellas. El crecimiento de la población activa y del empleo podría verse impulsado por políticas que ayuden a que los parados de larga duración, los migrantes y otros grupos con tasas de actividad aún reducidas accedan o se reincorporen al mercado laboral o encuentren un empleo que se adecue mejor a su nivel de cualificación.

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

³⁸ Véanse K. Masuch, R. Anderton, R. Setzer y N. Benalal (eds.), «Structural policies in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 210, BCE, junio de 2018, y «Economic Surveys: European Union», OCDE, 2018.

2 La situación del mercado de la vivienda en la zona del euro

Niccolò Battistini, Julien Le Roux, Moreno Roma y John Vourdas

El mercado de la vivienda tiene importantes implicaciones macroeconómicas y macroprudenciales para la economía de la zona del euro. En vista de la duración del repunte de los precios de la vivienda y de la inversión residencial de la zona del euro, que se inició a finales de 2013, analizar la situación del mercado de la vivienda resulta especialmente esclarecedor. En este artículo se examina la actual fase alcista del mercado de la vivienda, desde una perspectiva cronológica y de variables fundamentales. Asimismo, se explora un conjunto seleccionado de indicadores que podrían aportar información sobre la situación de este mercado, y se describen con más detalle los factores de oferta y de demanda que explican el auge actual, así como su importancia relativa.

Introducción

Comprender y realizar un seguimiento de la situación del mercado de la vivienda es importante por sus implicaciones macroeconómicas y macroprudenciales. La evolución del mercado de la vivienda influye en las decisiones de inversión y de consumo y, por tanto, puede ser un determinante fundamental del ciclo económico en general. También tiene efectos riqueza y colaterales, de modo que puede desempeñar un papel clave en la configuración del ciclo financiero en sentido amplio. La importancia del mercado de la vivienda en los ciclos económico y financiero hace que sea objeto de un seguimiento y evaluación periódicos a efectos de consideraciones de política monetaria y de estabilidad financiera³⁹. Esto es especialmente relevante, ya que los mercados de la vivienda pueden ser el origen de fases expansivas y recesivas, con consecuencias graves y duraderas para la evolución económica y financiera. Estos episodios suelen reflejar una disociación entre las expectativas sobre las tendencias de estos mercados y sus determinantes fundamentales.

El mercado de la vivienda presenta una dimensión relacionada con los precios y otra con el volumen. Los precios de los inmuebles residenciales (en adelante «precios de la vivienda») y la inversión residencial son dimensiones relevantes en las que se centra este artículo. En un contexto más amplio, se puede considerar que son los resultados de la interacción entre diferentes factores de oferta y de demanda. Los precios y el volumen no evolucionan necesariamente de forma sincronizada, por lo que los posibles desajustes entre ambos pueden constituir una fuente de información adicional, aunque también pueden dificultar la evaluación global de la situación del mercado de la vivienda. Por lo que se refiere a la zona del euro, en este análisis se ha de tener en cuenta la limitación que supone la considerable heterogeneidad existente entre los distintos mercados de la vivienda y

³⁹ Para un análisis anterior de este tema, véase el artículo titulado «[The state of the house price cycle in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2015.

su evolución en cada país. Además, separar la evolución que pueda estar asociada a episodios de expansión y recesión anteriores de la relacionada con un período de política monetaria acomodaticia o con cambios en los factores estructurales aumenta la complejidad del análisis.

La situación del mercado de la vivienda no es observable por su naturaleza, pero puede analizarse desde perspectivas diferentes. Desde un punto de vista cronológico, la situación de este mercado puede caracterizarse por la duración de sus fases alcistas o bajistas, particularmente en comparación con la duración media de esas fases. Desde la perspectiva de las variables fundamentales, puede evaluarse por la posición de los indicadores clave en relación con los valores de referencia, por ejemplo, para determinar una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda o unos niveles de actividad constructora insosteniblemente elevados. El conjunto de indicadores que podrían aportar información sobre el mercado de la vivienda es amplio, por lo que el análisis de este artículo ha de ser selectivo⁴⁰. Su objetivo es distinguir a grandes rasgos entre factores de oferta y de demanda, si bien incluso esta distinción puede resultar difícil dada la naturaleza de algunos de los indicadores.

Con este trasfondo, el artículo incluye dos secciones principales. En la sección 2 se pone en perspectiva la evolución reciente de los precios de la vivienda y de la inversión residencial en relación con el ciclo económico. Salvo indicación en contrario, estos dos indicadores se expresan en términos nominales y reales, respectivamente. En la sección 3 se describen con más detalle los factores de oferta y de demanda que explican la actual fase alcista del mercado de la vivienda, así como su importancia relativa.

Conclusiones

El mercado de la vivienda de la zona del euro se encuentra en una etapa alcista desde finales de 2013 y en una fase del ciclo relativamente avanzada en términos de duración. Los precios de la vivienda han superado los máximos registrados antes de la crisis, mientras que la inversión residencial se mantiene en niveles significativamente inferiores. La situación del mercado de la vivienda de la zona del euro no se caracteriza, por ahora, por unos niveles generalizados de actividad inversora y de precios de la vivienda que se sitúan por encima de sus variables fundamentales. Sin embargo, la considerable heterogeneidad que presenta su evolución en los distintos países y dentro de cada país hace que sea más difícil llevar a cabo una evaluación global.

Se espera que la fase alcista del mercado de la vivienda continúe, aunque a un ritmo más moderado. Esta perspectiva refleja las expectativas de las previsiones y proyecciones actualmente disponibles, que indican que la expansión económica proseguirá en la zona del euro como resultado del impacto favorable de una

⁴⁰ A este respecto, en el artículo no se analizan algunos indicadores que se incluyen normalmente en otras evaluaciones del mercado de la vivienda, como la situación de los balances de los hogares. Véanse otros indicadores en, por ejemplo, «Methodologies for the Assessment of Real Estate Vulnerabilities and Macroprudential Policies – Residential Real Estate», JERS, de próxima publicación.

orientación muy acomodaticia de la política monetaria, la mejora de las condiciones del mercado de trabajo y la mayor fortaleza de los balances. Este contexto genera unas condiciones de renta y financiación propicias para la demanda de vivienda. Asimismo, se prevé que la concesión de préstamos a hogares para adquisición de vivienda mantenga su dinamismo en los próximos años. No obstante, también se espera una ralentización de la tasa de expansión del mercado de la vivienda, en consonancia con la desaceleración prevista en el ritmo de actividad económica. La inversión residencial también podría moderarse debido a las crecientes restricciones de oferta en algunos países de la zona del euro, que en la actualidad pueden ser más intensas que en el conjunto de sus respectivas economías. Estas restricciones, sin embargo, podrían mitigar la moderación esperada de los precios de la vivienda.

El seguimiento de un amplio conjunto de indicadores relacionados con la vivienda es fundamental para la evaluación de las implicaciones macroeconómicas y macroprudenciales del mercado de la vivienda. Para evaluar íntegramente la situación de este mercado, es necesario considerar los principales factores determinantes tanto de la oferta como de la demanda y su interacción. Además, dadas las numerosas interacciones entre las variables reales y las financieras, para comprender plenamente las implicaciones macroeconómicas y macroprudenciales de la actual fase alcista del mercado de la vivienda, habría que realizar un seguimiento continuo de un conjunto más amplio de indicadores —algunos de los cuales se analizan en este artículo—, distintos de los precios de la vivienda y la inversión residencial (como la evolución del crédito, la valoración de los precios de la vivienda, los balances de los hogares, etc.).

[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

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 24 de octubre de 2018.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-18-007-ES-N (edición electrónica)