



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 1 / 2019



Índice

Índice	1
Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	9
3 Actividad económica	12
4 Precios y costes	17
5 Dinero y crédito	20
Recuadros	25
1 Evolución reciente de los precios del petróleo	25
2 Determinantes y riesgos para la demanda interna de la zona del euro	31
3 El efecto mecánico de los cambios en los supuestos relativos al precio del petróleo sobre las proyecciones del componente energético del IAPC para la zona del euro	38
Artículos	43
1 Veinte años de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE	43
2 Los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales en una unión monetaria	47

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

La información disponible desde que el Consejo de Gobierno tomó la decisión de poner fin a las compras netas de activos en diciembre de 2018 sigue indicando una evolución más débil de lo previsto, debido a una moderación de la demanda externa y a algunos factores relacionados con países y sectores específicos. Concretamente, la persistencia de incertidumbres asociadas a factores geopolíticos y a la amenaza del proteccionismo está afectando al sentimiento económico.

Al mismo tiempo, las favorables condiciones de financiación, la evolución positiva de los mercados de trabajo y el mayor crecimiento de los salarios continúan respaldando la expansión de la zona del euro y el aumento gradual de las presiones inflacionistas. Esta fortaleza subyacente de la economía refuerza la confianza del Consejo de Gobierno en que continuará la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Con todo, sigue siendo esencial un estímulo monetario significativo que respalde un aumento adicional de las presiones inflacionistas internas y la evolución de la inflación general a medio plazo. Dicho estímulo procederá de las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, reforzadas por las reinversiones del considerable volumen de activos adquiridos. El Consejo de Gobierno confirmó que 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.

El crecimiento económico mundial se ha ralentizado recientemente en un contexto de incertidumbres geopolíticas y vulnerabilidades en las economías emergentes. El comercio internacional perdió impulso hacia finales de 2018, ya que los riesgos a la baja relacionados con disputas comerciales no resueltas siguieron siendo elevados y el crecimiento en los mercados emergentes se desaceleró. Aunque las condiciones financieras son favorables, en general, la pérdida de dinamismo del crecimiento global ha acrecentado la volatilidad en los mercados bursátiles. China ha adoptado una orientación más acomodaticia de la política monetaria en vista de la ralentización del crecimiento.

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro se redujeron ligeramente, en un contexto en el que los tipos de interés libres de riesgo a escala mundial descendieron y los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro se mantuvieron estables. Pese a la mayor volatilidad registrada durante el período, en general, los precios de las acciones en la zona del euro apenas variaron. Del mismo modo, los diferenciales de rendimiento de la renta fija privada solo aumentaron levemente. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció.

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2018, tras registrar un crecimiento del 0,4 % en los dos trimestres anteriores. Los últimos datos han seguido mostrando una evolución más débil de lo esperado, como consecuencia de una desaceleración de la demanda externa, agravada por varios factores relacionados con países y sectores específicos. Aunque se espera que el efecto de algunos de estos factores desaparezca, es probable que el impulso del crecimiento a corto plazo sea más débil de lo anteriormente previsto. De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en unas favorables condiciones de financiación, las nuevas mejoras del empleo y de los salarios, el descenso de los precios de la energía, y la continuada, aunque algo más lenta, expansión de la actividad mundial.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,6 % en diciembre de 2018, frente al 1,9 % registrado en noviembre, como reflejo fundamentalmente del descenso de la tasa de variación de los precios de la energía. A tenor de los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general siga disminuyendo en los próximos meses. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen en general en niveles moderados, las presiones de los costes laborales continúan intensificándose y ampliándose, en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente aumente 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.

En conjunto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se han desplazado a la baja debido a la persistencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos y con la amenaza del proteccionismo, las vulnerabilidades en las economías emergentes y la volatilidad de los mercados financieros.

El análisis monetario muestra que el crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se redujo hasta el 3,7 % en noviembre de 2018, frente al 3,9 % registrado en octubre. La creación de crédito bancario siguió sustentando el crecimiento de M3. El agregado monetario estrecho (M1) continuó siendo el componente que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se situó en el 4 % en noviembre de 2018, frente al 3,9 % registrado en octubre, mientras que la de los préstamos a hogares se mantuvo prácticamente sin variación en el 3,3 %. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2018 sugiere que las condiciones generales de concesión del crédito continuaron siendo favorables tras un período prolongado de relajación neta, y que la demanda de crédito siguió aumentando, lo que favoreció el crecimiento de los préstamos.

Los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario confirmaron 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.

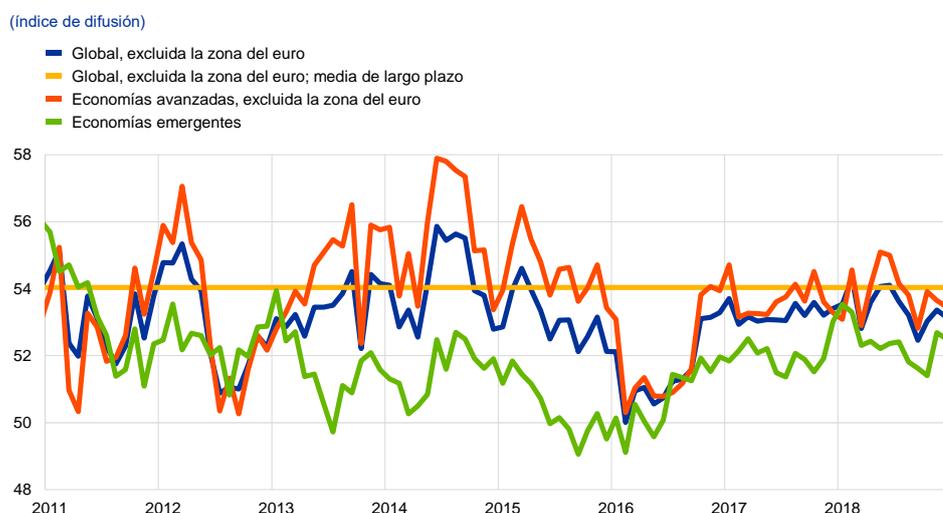
Basándose en esta valoración, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, y sigue esperando que permanezcan en los niveles actuales hasta al menos durante el verano de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la convergencia sostenida 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 seguirá reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que el Consejo de Gobierno comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

1 Entorno exterior

Los indicadores económicos señalan una moderación del ritmo de crecimiento global. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, se debilitó a finales de 2018 (véase gráfico 1), debido principalmente a la desaceleración continuada de la actividad de las manufacturas a escala mundial. El sector servicios se mantuvo más resistente que el de manufacturas, a pesar de haberse observado cierta volatilidad en las cifras. Aunque la confianza de los consumidores partía de niveles elevados, recientemente ha disminuido.

Gráfico 1
Índice PMI compuesto global de producción



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

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

Los riesgos a la baja para la actividad mundial se han incrementado y una nueva escalada de las disputas comerciales podría lastrar el crecimiento mundial. Aunque el aplazamiento de nuevas subidas de aranceles por parte de Estados Unidos y China ha enviado una señal positiva, sigue habiendo una incertidumbre considerable sobre si las negociaciones culminarán en una disminución sustancial de las tensiones comerciales entre estos dos países. Otros riesgos a la baja están relacionados con un endurecimiento más rápido de las condiciones financieras a escala global y mayores tensiones en las economías emergentes, con la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas de China y con incertidumbres políticas y geopolíticas, incluidos los riesgos asociados al Brexit.

Las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias, en general, mientras que la preocupación acerca de la actividad económica en Estados Unidos y a escala mundial ha acrecentado la volatilidad en los mercados bursátiles. En China, las políticas fiscal y monetaria se han suavizado en respuesta, en particular, al debilitamiento del sector de manufacturas. Las expectativas de los mercados sobre nuevos aumentos de los tipos de interés en

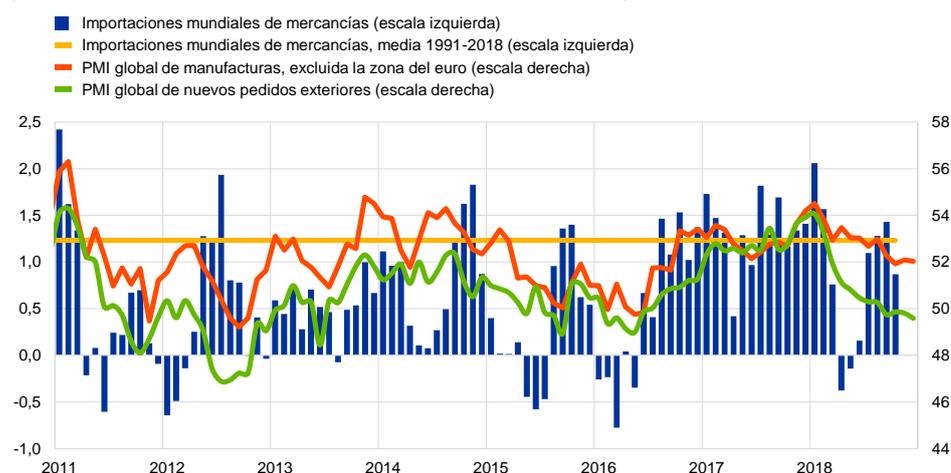
Estados Unidos se han moderado ligeramente, en un contexto en el que los rendimientos de los bonos del Tesoro descendieron de nuevo, lo que refleja, en parte, la evolución de las primas por plazo. De cara al futuro, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) continúa con la normalización gradual de la política monetaria, aunque con unas perspectivas económicas más prudentes y una senda prevista de tipos de interés ligeramente más bajos.

El comercio mundial perdió impulso hacia finales de 2018. Las importaciones mundiales de mercancías se debilitaron en octubre, mientras que, en diciembre, el PMI global de nuevos pedidos exteriores apuntó a una contracción por cuarto mes consecutivo (véase gráfico 2). En conjunto, los datos sugieren que es posible que las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China estén influyendo en el clima del sector de manufacturas y estén afectando negativamente al crecimiento del comercio mundial.

Gráfico 2

Encuestas y comercio mundial de bienes

(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 octubre de 2018 (importaciones mundiales de bienes) y a diciembre de 2018 (PMI).

La inflación mundial se redujo en noviembre. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se moderó hasta situarse en el 2,7 % en noviembre, principalmente como resultado de la disminución de los precios de la energía, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se redujo ligeramente y se situó en el 2,2 %. Se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas. El crecimiento de los salarios en las economías avanzadas continúa siendo moderado, a pesar del tensionamiento de los mercados de trabajo y de las crecientes restricciones de capacidad.

Los mercados de petróleo se han mantenido básicamente estables. Los precios del petróleo descendieron en el cuarto trimestre de 2018, debido principalmente a los temores de que se produjera un exceso de oferta relacionado con las exenciones a las sanciones impuestas por Estados Unidos a las exportaciones de

petróleo iraní, unido a la persistencia de un elevado crecimiento de la producción en Estados Unidos. Inicialmente, estos efectos contrarrestaron con creces los posibles impactos sobre los precios derivados de los recortes de la producción por parte de la OPEP y de un grupo de países productores aliados, en especial porque se mantuvo la incertidumbre de los mercados en relación con los recortes acordados el 7 de diciembre de 2018. No obstante, los precios se recuperaron después de que los datos publicados indicasen unos niveles de producción más bajos de lo esperado y, el 22 de enero, los precios del Brent se situaron en 61 dólares estadounidenses por barril. Los precios de las materias primas no energéticas han experimentado un ligero aumento, principalmente como consecuencia de las subidas de los precios de los alimentos.

La economía estadounidense creció con fuerza en 2018, en un contexto de medidas procíclicas de estímulo fiscal, pero las perspectivas de crecimiento se han visto enturbiadas por la menor confianza y por unos datos que muestran una evolución más débil de lo esperado.

El crecimiento del PIB real avanzó a una tasa anualizada del 3,4 % en el tercer trimestre de 2018, muy por encima del potencial, aunque se ralentizó con respecto al 4,2 % registrado en el trimestre anterior, debido a la caída de la demanda exterior neta y a la desaceleración de la inversión privada en capital fijo. El cierre de la Administración en Estados Unidos se ha sumado a la incertidumbre generada por su política comercial con China y está lastrando (temporalmente) la actividad económica estadounidense a corto plazo. La inflación general medida por los precios de consumo descendió hasta el 1,9 % en diciembre, como resultado de una acusada desaceleración de los precios de la energía, mientras que el salario medio por hora se mantuvo sólido. En este contexto, el FOMC elevó en 25 puntos básicos la banda objetivo para el tipo de interés de referencia de los fondos federales en su reunión de diciembre de 2018, como se esperaba, y rebajó ligeramente sus proyecciones sobre el crecimiento del PIB y sobre la inflación subyacente para los próximos años.

En Japón es probable que el PIB real correspondiente al cuarto trimestre de 2018 haya retornado a un crecimiento positivo, pero la inflación sigue siendo débil.

La volatilidad del PIB en 2018 se debió principalmente al impacto de catástrofes naturales y a condiciones meteorológicas extremas. De cara al futuro, se espera que la economía continúe en una senda de crecimiento moderado, sustentada en una política monetaria altamente acomodaticia y en el ciclo de gastos de capital a nivel nacional. El impulso del proceso de reflación de la economía se ha debilitado y en diciembre se produjo un descenso significativo de la inflación general, como consecuencia de la reciente moderación de los precios del petróleo y de los alimentos.

En el Reino Unido parece que el crecimiento disminuirá después de una evolución robusta en el tercer trimestre de 2018.

La sólida tasa de crecimiento intertrimestral del 0,6 % registrada en el tercer trimestre reflejó un aumento transitorio del consumo y la inversión pública, así como un fuerte repunte de las exportaciones. Sin embargo, la inversión empresarial descendió por tercer trimestre consecutivo. En general, se prevé que la actividad se mantenga contenida a medio plazo. La inflación interanual medida por el IPC disminuyó levemente y se situó en el

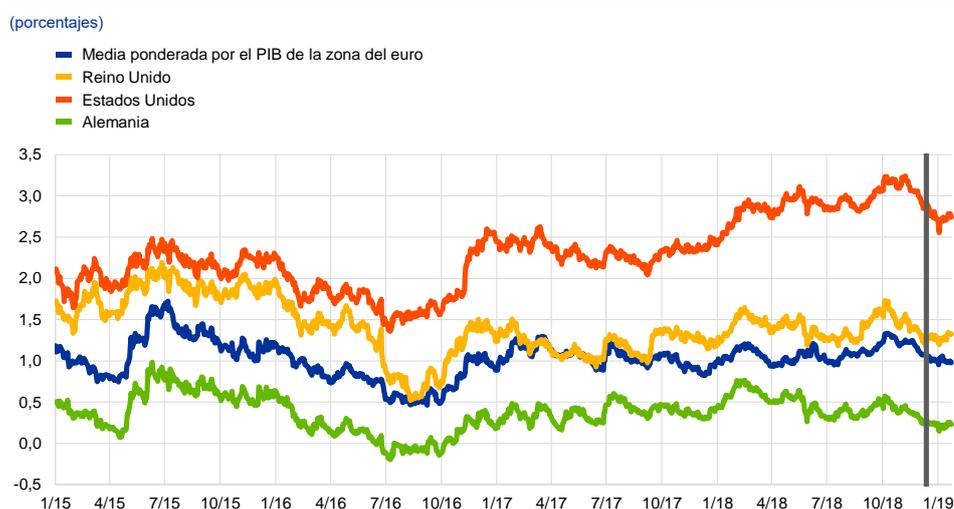
2,1 %, lo que se tradujo en una tasa media del 2,3 % en el cuarto trimestre, tras las pronunciadas caídas observadas en meses anteriores.

El crecimiento de la economía china está perdiendo impulso y se observan indicios de debilitamiento en el sector manufacturero, en particular. En diciembre de 2018, el PMI de manufacturas cayó por debajo de 50 por primera vez desde 2017, mientras que el sector servicios, que está menos expuesto a las tensiones comerciales con Estados Unidos, mostró mayor capacidad de resistencia. El banco central de China adoptó nuevas políticas para suavizar la ralentización, incluida una reducción de 100 puntos básicos del coeficiente de reservas exigido a comienzos de enero y una nueva facilidad de crédito para apoyar a las pequeñas empresas en diciembre. También se esperan nuevas medidas de política fiscal, aunque el gasto fiscal por parte de las administraciones locales podría verse restringido. La inflación interanual medida por el IPC disminuyó hasta el 1,9 % en diciembre, lo que refleja la menor contribución de los bienes de consumo no alimenticio, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable. Ese mes, la tasa de variación del índice de precios industriales registró una pronunciada caída, hasta el 0,9 %, en respuesta al descenso de los precios del petróleo y de las materias primas, así como a la desaceleración de la actividad manufacturera china.

2 Evolución financiera

Los rendimientos a largo plazo han disminuido en la zona del euro y en Estados Unidos. Durante el período de referencia (del 13 de diciembre al 23 de enero de 2019), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderada por el PIB se redujo en 9 puntos básicos, hasta el 0,98 %, al tiempo que los tipos de interés libres de riesgo a escala mundial descendieron y la volatilidad en los mercados financieros aumentó en el citado período (véase gráfico 3). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos cayó 16 puntos básicos, hasta situarse en el 2,74 %, mientras que el de la deuda equivalente del Reino Unido se incrementó en 2 puntos básicos, hasta el 1,33 %.

Gráfico 3
Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de diciembre de 2018). La última observación corresponde al 23 de enero de 2019.

Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo apenas han variado. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana española y portuguesa prácticamente no experimentaron cambios durante el período de referencia y se situaron en 72 puntos básicos y 100 puntos básicos, respectivamente. Los diferenciales soberanos de Italia se redujeron 8 puntos básicos pero permanecieron en niveles elevados en torno al 2,17 %, al tiempo que los correspondientes a Alemania aumentaron 6 puntos básicos, hasta situarse en el -0,37 %, y, en el caso de Francia, el incremento fue de 1 punto básico, hasta el 0,04 %.

En general, los índices bursátiles amplios de la zona del euro prácticamente no han variado, pese a la mayor volatilidad de los mercados en torno al cambio de año. Durante el período analizado, las cotizaciones del sector bancario y de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron aproximadamente un 1 %. Los elevados niveles de incertidumbre a escala mundial, junto con sorpresas macroeconómicas negativas, provocaron ventas masivas generalizadas en las distintas jurisdicciones y un alto grado de volatilidad,

que se vio acentuado por un volumen de liquidez temporalmente reducido en torno al cambio de año. A partir de entonces, los mercados de renta variable se recuperaron parcialmente de las pérdidas anteriores y la volatilidad se moderó.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron ligeramente durante el período analizado. Desde diciembre, 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 ha experimentado un incremento de alrededor de 2 puntos básicos y se ha situado en 95 puntos básicos. Los rendimientos de la deuda del sector financiero también han registrado un leve aumento, por lo que el diferencial se ha ampliado en unos 2 puntos básicos, hasta los 120 puntos básicos. En conjunto, pese al incremento gradual observado en 2018, los diferenciales de los valores de renta fija privada todavía se mantienen por debajo de los niveles registrados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en -36 puntos básicos durante el período considerado. El exceso de liquidez se redujo unos 43 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.847 mm de euros. Este descenso obedeció principalmente al aumento de los factores autónomos netos y, en menor medida, a los reembolsos anticipados realizados en el marco de la segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II).

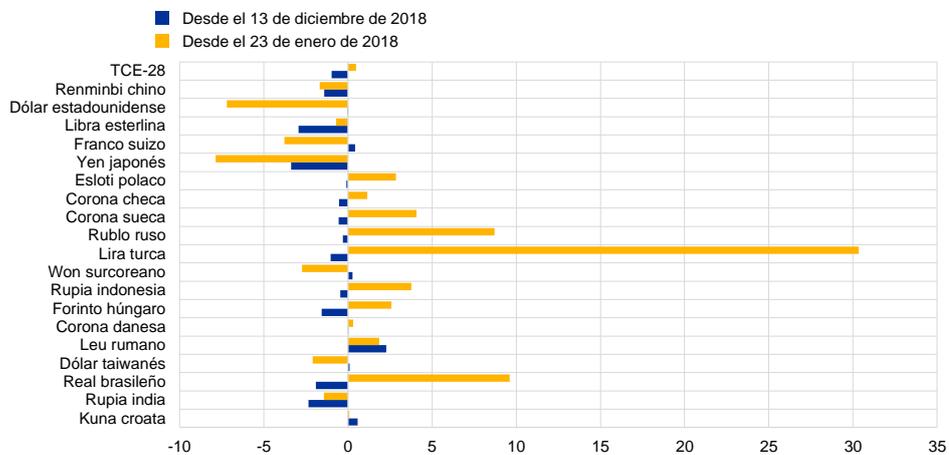
La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó ligeramente a la baja durante el período analizado. La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2021, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés se mantengan en niveles negativos durante un período 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 nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1 %. Esta evolución fue consecuencia de la pérdida de valor generalizada del euro frente a la mayoría de las principales monedas. En particular, el euro se depreció frente al yen japonés (3,4 %) y la libra esterlina (2,9 %), mientras que se mantuvo básicamente sin variación frente al dólar estadounidense. El euro también se debilitó frente al renminbi chino (1,4 %) y las monedas de otras importantes economías emergentes, como la lira turca, el real brasileño y el rublo ruso, que siguieron recuperando parte de las pérdidas registradas anteriormente.

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 23 de enero de 2019.

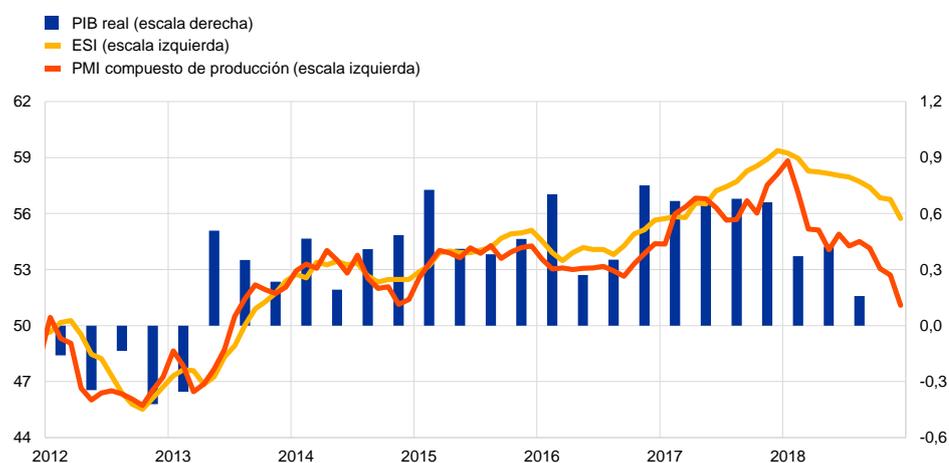
3 Actividad económica

La información más reciente ha sorprendido a la baja. El PIB real aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2018, tras registrar un crecimiento del 0,4 % en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 5). La demanda interna y la variación de existencias contribuyeron positivamente al resultado del tercer trimestre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta al avance del PIB fue negativa. Los indicadores económicos apuntan a un crecimiento sostenido pero persistentemente moderado en el último trimestre del año pasado.

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 cálculos del 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 tercer trimestre de 2018 para el PIB real y a diciembre de 2018 para el ESI y el PMI.

El empleo siguió aumentando —un 0,2 % en tasa intertrimestral— en el tercer trimestre del año (véase gráfico 6). En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa un 2,6 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. El empleo creció en la mayoría de los países de la zona del euro y su avance también fue generalizado en los distintos sectores. Con este último incremento, el empleo de la zona del euro ha aumentado en 9,6 millones de personas, en términos acumulados, desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2013. El avance continuado del empleo, junto con la caída del crecimiento del PIB en 2018, se ha traducido en una moderación del crecimiento de la productividad, tras el ligero repunte observado en 2017.

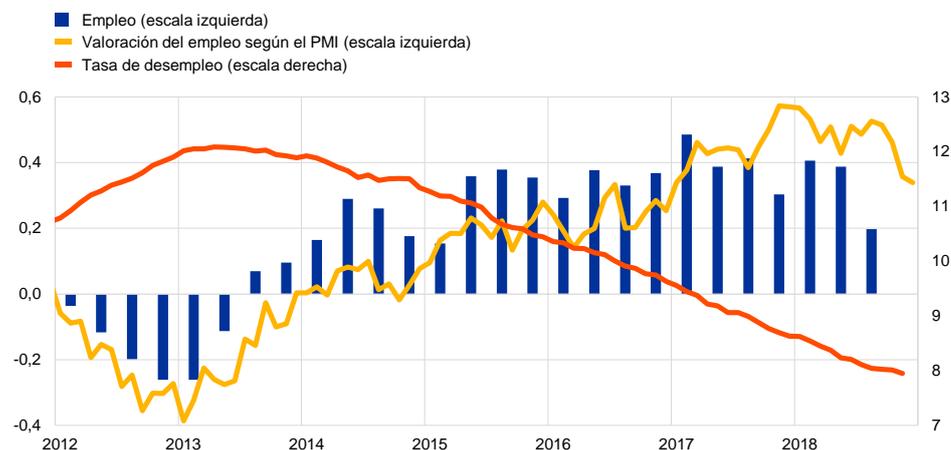
De cara al futuro, los indicadores coyunturales apuntan a la continuación del crecimiento positivo del empleo en los próximos trimestres, aunque es probable que a un ritmo más lento que antes. Tras permanecer estable durante tres meses, la tasa de paro de la zona del euro descendió hasta el 7,9 % en noviembre, el nivel más bajo registrado desde octubre de 2008 (véase gráfico 6). Los indicadores de opinión experimentaron un deterioro en el último trimestre de

2018 y apuntan a un menor crecimiento del empleo en los próximos trimestres, aunque todavía seguirá siendo positivo.

Gráfico 6

Empleo, valoración del empleo según el PMI y desempleo en la zona del euro

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice de directores de compras (PMI) está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2018 para el empleo, a diciembre de 2018 para el PMI y a noviembre de 2018 para la tasa de desempleo.

El avance del empleo siguió impulsando la renta de los hogares y el gasto en consumo. En el tercer trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, tras registrar una tasa de crecimiento similar en el trimestre anterior. La existencia de cuellos de botella temporales en la fabricación de automóviles después de la introducción del nuevo procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial (WLTP, por sus siglas en inglés) tuvo un impacto adverso sobre la actividad económica y, en particular, sobre el consumo de bienes duraderos. El crecimiento del consumo de bienes no duraderos, como los alimentos y la energía, también se ralentizó. Dado que es probable que este componente del gasto en consumo haya sido más sensible a las anteriores subidas de los precios del petróleo, y habida cuenta de que estos precios descendieron en el cuarto trimestre, su debilidad también reviste, en cierta medida, un carácter más transitorio. En cambio, el consumo de servicios —el mayor componente del gasto en consumo— mantuvo su solidez, en consonancia con el fuerte avance de la remuneración real de los asalariados.

Pese a la reciente desaceleración del crecimiento, se espera que el consumo privado recobre impulso en el futuro. Los datos recientes sobre el volumen de ventas del comercio minorista y las matriculaciones de automóviles apuntan a un crecimiento lento pero sostenido del gasto en consumo en el cuarto trimestre de 2018. Otros indicadores, sin embargo, corroboran que la evolución del consumo fue más sólida. Los resultados de las últimas encuestas señalan nuevas mejoras en el mercado de trabajo, lo que debería seguir impulsando la renta de los hogares y el gasto en consumo. Además, la riqueza neta de los hogares continuó registrando tasas de crecimiento robustas en el tercer trimestre. Aunque la confianza de los

consumidores ha seguido una tendencia a la baja, en general, desde finales de 2017, todavía se mantiene por encima de su media de largo plazo.

Tras la fortaleza mostrada en el segundo trimestre de 2018, el crecimiento de la inversión se ralentizó en el tercer trimestre. Tras registrar una tasa de crecimiento intertrimestral del 1,8 % en el segundo trimestre, la inversión, excluida la construcción, aumentó un 1,2 % en el tercer trimestre, impulsada por la inversión en maquinaria y bienes de equipo, productos de propiedad intelectual y material de transporte. La caída del crecimiento podría haber sido más intensa, de no ser por un efecto especial asociado a la inversión en I+D y en productos de propiedad intelectual en Irlanda. El avance intertrimestral de la inversión en construcción se moderó, hasta situarse en el 0,2 %, y se apoyó en el dinámico crecimiento de la inversión residencial (0,7 %). Para el cuarto trimestre de 2018, los indicadores coyunturales apuntan a un crecimiento sostenido. En octubre y noviembre, los datos mensuales sobre la producción de bienes de equipo se situaron, en promedio, en el mismo nivel que en el tercer trimestre, en el que se registró un avance intertrimestral del 0,9 %, lo que apunta a una nueva desaceleración del crecimiento de la inversión, excluida la construcción. Indicadores como el de utilización de la capacidad productiva, el de confianza y el de nuevos pedidos también son acordes con una ralentización del crecimiento en el cuarto trimestre. En cuanto a la inversión en construcción, la producción de este sector experimentó una contracción en octubre y noviembre, mientras que el PMI y el indicador de confianza de la construcción hasta diciembre seguían apuntando a un crecimiento continuado, aunque más moderado, en el cuarto trimestre de 2018.

Se espera que la inversión siga creciendo, aunque a un ritmo más lento. Se prevé que el avance de la inversión, excluida la construcción, siga una senda ligeramente descendente que estará determinada por el debilitamiento de la demanda interna y externa, así como por unas condiciones financieras cada vez menos favorables. Asimismo, los beneficios —la principal fuente de financiación de la inversión empresarial— parecen estar creciendo a un ritmo menor. Según las cuentas sectoriales de la zona del euro correspondientes al tercer trimestre de 2018, la tasa de crecimiento interanual del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras experimentó una pronunciada desaceleración. Además, es posible que la incertidumbre en torno al Brexit, el proteccionismo comercial y las perspectivas generales de crecimiento mundial, entre otros factores, ya estén afectando negativamente a las decisiones de inversión. Por lo que respecta a la inversión en construcción, el número creciente de hogares con intención de comprar o renovar una vivienda, las favorables expectativas de precios y de empleo de los constructores y la estabilidad de la concesión de visados de obra nueva —en un contexto de persistentes limitaciones derivadas de la escasez de mano de obra y de una demanda insuficiente— apuntan a un impulso positivo, aunque más débil, del sector de la construcción en el futuro.

Después de registrar una evolución decepcionante en el tercer trimestre de 2018, parece que el crecimiento del comercio exterior de la zona del euro volvió a descender en el cuarto trimestre. El ritmo de avance de las exportaciones de la zona del euro se desaceleró considerablemente (hasta el 0,1 %)

en el tercer trimestre, mientras que el de las importaciones se moderó (hasta el 1 %). Como resultado, la demanda exterior neta fue una rémora para la actividad económica con una contribución muy negativa al crecimiento del PIB (0,4 puntos porcentuales). Según la información disponible hasta noviembre, el comercio exterior de la zona del euro habría vuelto a reducirse en el cuarto trimestre, debido a una moderación del crecimiento del comercio dentro de la zona del euro en un contexto de retraimiento de la demanda externa. La expansión de las exportaciones reales de bienes (que se calculan deflactando el comercio en términos nominales por los índices de precios industriales) siguió siendo muy moderada (el 0,8 % en tasa intertrimestral), mientras que es probable que el avance de las importaciones haya experimentado una corrección (hasta el -0,8 %) en el cuarto trimestre. Los indicadores de opinión adelantados relativos al comercio, 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, también anticipaban unas perspectivas más sombrías hacia el final del año.

Los últimos datos disponibles han sido peores de lo previsto, reflejo de la menor contribución de la demanda externa y de algunos factores relacionados con países y sectores específicos. Aunque es probable que algunos de estos factores desaparezcan, esta evolución podría sugerir una ligera ralentización del ritmo de crecimiento en el futuro. Tras registrar un crecimiento próximo a cero en octubre, la producción industrial (excluida la construcción) se redujo un 1,7 %, en tasa intermensual, en noviembre. Como resultado, durante esos dos meses la producción se situó, en promedio, un 0,7 % por debajo del nivel observado en el tercer trimestre de 2018, en el que disminuyó un 0,1 % en tasa intertrimestral. La debilidad de los datos de noviembre fue generalizada en las principales ramas de actividad, así como en los países más grandes de la zona del euro. Los indicadores de opinión más recientes señalan un crecimiento moderado y sostenido, si bien a tasas inferiores a las registradas en la primera mitad del año. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 52,3 en el cuarto trimestre de 2018, frente a 54,3 en el tercero, mientras que el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea se redujo de 111,5 a 108,8 del tercer al cuarto trimestre (véase gráfico 5). El ESI se ha mantenido por encima de su media de largo plazo, pero el PMI se sitúa actualmente por debajo de su media histórica.

De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en unas condiciones de financiación favorables. Además, el crecimiento también debería verse respaldado por las nuevas mejoras del empleo y de los salarios, el descenso de los precios de la energía y la continuada, aunque algo más lenta, expansión de la actividad mundial. En el recuadro 2 se analizan más detenidamente los factores que se espera que sostengan la actividad interna en el futuro o que la afecten negativamente. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), realizada a principios de enero, muestran que las previsiones de crecimiento del PIB del sector privado se han revisado a la baja para 2019 y 2020 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de octubre.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se han desplazado a la baja. La valoración más negativa de los riesgos refleja la persistencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos y la amenaza del proteccionismo, las vulnerabilidades en las economías emergentes y la volatilidad de los mercados financieros.

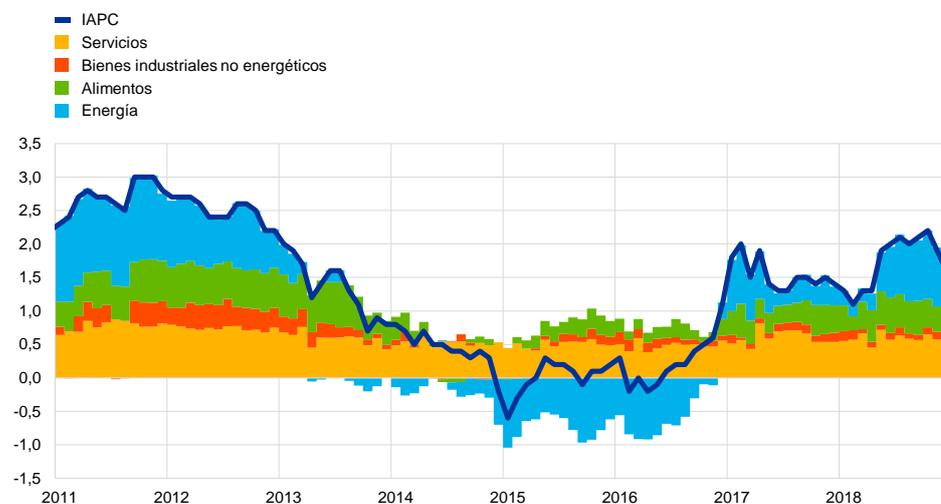
4 Precios y costes

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,6 % en diciembre de 2018, frente al 1,9 % registrado en noviembre (véase gráfico 7). Este descenso reflejó, principalmente, la reducción de la tasa de variación de los precios de la energía y también, en menor medida, de la de los precios de los alimentos. La disminución de la inflación general desde el máximo alcanzado en octubre de 2018 se debió, sobre todo, a los precios de la energía, cuya tasa de variación disminuyó como consecuencia de un efecto de comparación y del impacto de los descensos recientes de los precios del petróleo. La caída de los precios del crudo y los precios de los futuros correspondientes después de mediados de noviembre fue más acusada de lo previsto en las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, lo que automáticamente se traduce en unas perspectivas de inflación general más débiles a corto plazo (véase el recuadro titulado «El efecto mecánico de los cambios en los supuestos relativos al precio del petróleo sobre las proyecciones del componente energético del IAPC para la zona del euro» 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 diciembre de 2018.

Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido relativamente estables recientemente, pero permanecen por encima de los mínimos observados anteriormente. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1 % en diciembre, sin variación con respecto a noviembre. Lo mismo ocurrió con 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—. En los últimos meses también se ha registrado una evolución prácticamente estable 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 siendo intensas, pese a la mayor debilidad observada en las primeras fases de la cadena.

Las presiones inflacionistas continuaron disminuyendo en las primeras fases; la tasa de variación interanual de los precios del petróleo en euros fue del -4,9 % en diciembre, frente al 9,7 % de noviembre y al 43,8 % de octubre, mientras que la correspondiente a los precios de las materias primas se situó en el 0,4 % en diciembre, en comparación con el 4,8 % y el 6,2 % de los dos meses anteriores. En las fases posteriores de la cadena de producción, la tasa de avance de los precios de importación de bienes de consumo no alimenticio siguió incrementándose en noviembre y, por tanto, se mantuvo sustancialmente por encima de los mínimos registrados a principios de 2018. La tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio volvió a aumentar, hasta situarse en el 0,9 % en noviembre, su nivel más alto desde abril de 2012 y por encima de su media de largo plazo del 0,6 %. En conjunto, las presiones inflacionistas en las fases posteriores de la cadena de producción de los bienes industriales se mantuvieron estables, aunque con el riesgo de transmisión de la persistente debilidad observada en las primeras fases.

Las crecientes presiones de los costes laborales no se han traducido recientemente en nuevos incrementos de las presiones inflacionistas internas en su conjunto porque se han visto amortiguadas por los márgenes empresariales.

Las presiones inflacionistas derivadas de los costes laborales continuaron intensificándose en el tercer trimestre de 2018, debido al mayor crecimiento de la remuneración por asalariado, así como al avance más débil de la productividad. Con todo, la tasa de variación interanual del deflactor del PIB se mantuvo estable en el 1,4 % en los tres primeros trimestres de 2018, dado que la moderación general del impulso cíclico de la economía, junto con el deterioro de la relación real de intercambio (relacionado, en particular, con las anteriores subidas de los precios del petróleo), lastró la evolución de los márgenes empresariales. La trayectoria más reciente del deflactor del PIB y su descomposición son características de una fase más madura de una recuperación impulsada por la demanda¹.

Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo han disminuido. El 23 de enero de 2019, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,54 %, alrededor de 9 puntos básicos por debajo del nivel observado a mediados de diciembre. El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de inflación reducida, con un retorno muy gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 % (véase gráfico 8). La probabilidad neutral, implícita en los mercados de opciones de inflación, de que la

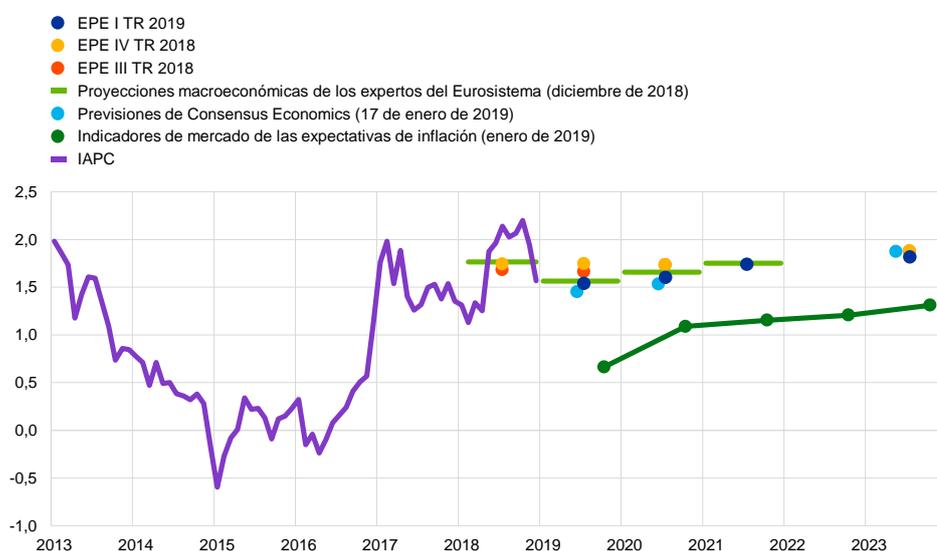
¹ Véase el recuadro titulado «El papel de los salarios en el repunte de la inflación», Boletín Económico, número 5, BCE, 2018.

inflación media sea negativa en los cinco próximos años sigue sin ser significativa, lo que sugiere que en la actualidad los mercados consideran que el riesgo de deflación es muy bajo. Los resultados de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\) correspondiente al primer trimestre de 2019](#) sitúan las expectativas de inflación para la zona del euro, en promedio, en el 1,5 % en 2019, el 1,6 % en 2020 y el 1,7 % en 2021. Estas cifras representan revisiones a la baja de 0,2 puntos porcentuales y de 0,1 puntos porcentuales para 2019 y 2020, respectivamente, con respecto a la encuesta anterior, debido, sobre todo, a la evolución de los precios del petróleo. Según la EPE, las expectativas de inflación a largo plazo se situaron en el 1,8 %, lo que supone una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales.

Gráfico 8

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro y Consensus Economics.

Notas: La encuesta EPE correspondiente al primer trimestre de 2019 se realizó entre el 7 y el 11 de enero de 2019. 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 23 de enero de 2019.

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

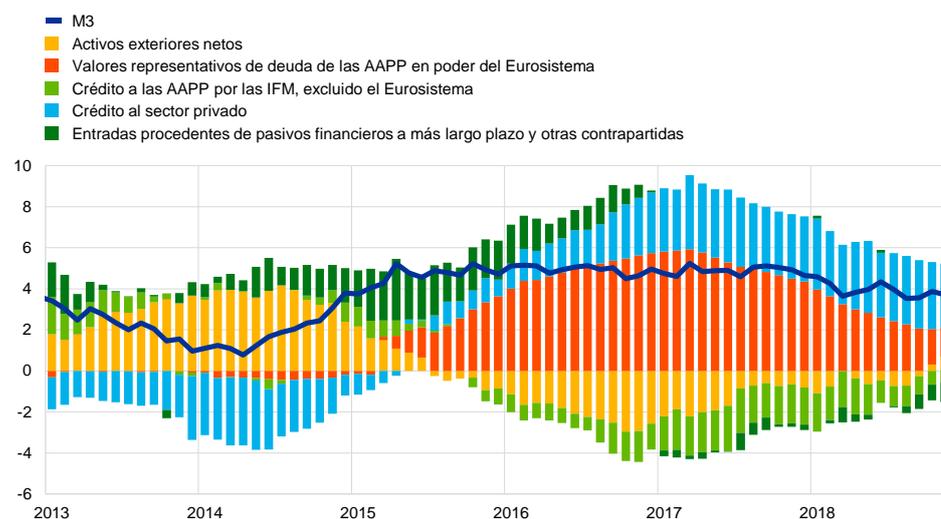
Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda en la zona del euro se incrementaron un 4,3 %, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2018, frente al 4,2 % y al 4,3 % registrados en el segundo y en el primer trimestre, respectivamente. Los datos correspondientes a los tres primeros trimestres de 2018 implican, por tanto, una evolución estable con tasas de crecimiento sólidas.

5 Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio se moderó en noviembre. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 3,7 % en noviembre de 2018, desde el 3,9 % registrado en octubre (véase gráfico 9). La reducción de las compras netas de activos (de 80 mm a 60 mm de euros en abril de 2017, a 30 mm de euros en enero de 2018 y, posteriormente, a 15 mm de euros en octubre del mismo año) ha atenuado el impacto positivo del APP en el crecimiento de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1, que volvió a contribuir de forma significativa al avance del agregado monetario amplio, se redujo hasta el 6,7 % en noviembre (frente al 6,8 % de octubre). La expansión monetaria siguió viéndose impulsada por un 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 IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas IFM, de la zona del euro. 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 noviembre de 2018.

El crédito al sector privado siguió 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 barras de color rojo del gráfico 9), en el contexto de la citada reducción de las adquisiciones netas mensuales en el marco del APP. Esta menor contribución se ha visto compensada, en gran medida, por un aumento moderado de la aportación del crédito al sector privado desde finales de 2017 (véanse las barras de color azul del gráfico 9). Esta evolución marca un cambio hacia fuentes de creación de dinero más autosostenidas; el crédito al sector privado es la contrapartida que más ha contribuido al crecimiento de M3 desde octubre de 2018, por encima de las compras de valores representativos de

deuda de las Administraciones Públicas por parte del Eurosistema. En cambio, las ventas de deuda pública por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro, excluido el Eurosistema, frenaron el avance de M3 (véanse las barras de color verde claro del gráfico 9). Por último, la contribución de los activos exteriores netos (véanse las barras de color amarillo del gráfico 9) volvió a ser positiva en noviembre.

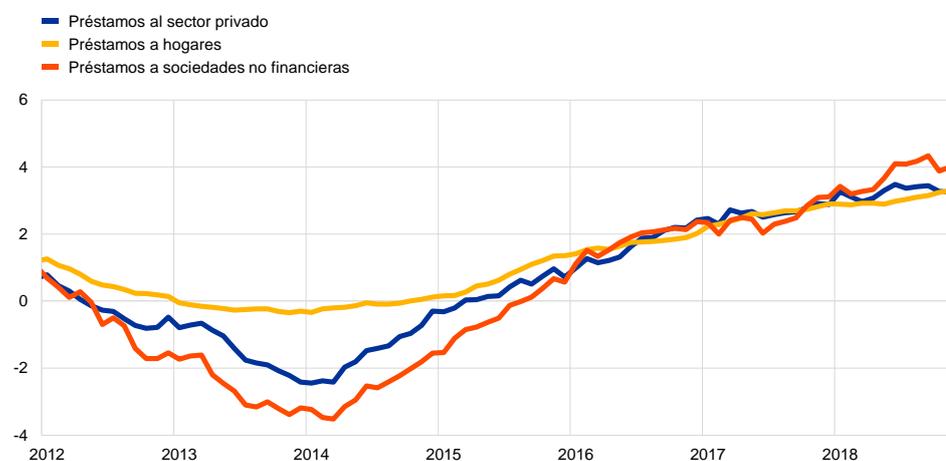
El crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se mantuvo estable en noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) permaneció inalterada en noviembre, en el 3,3 % (véase gráfico 10), gracias a la aceleración de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras (que se incrementó desde el 3,9 % en octubre hasta el 4 % en noviembre) y la de los préstamos a hogares (que pasó del 3,2 % en octubre al 3,3 % en noviembre). Estos ligeros aumentos de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares se vieron contrarrestados por la disminución de la tasa de avance interanual de los préstamos a intermediarios financieros, por lo que la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado en su conjunto no varió. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo en niveles moderados desde una perspectiva histórica, la actividad de 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 la demanda de préstamos bancarios. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos (NPL, por sus siglas en inglés) sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito².

² Véase también el capítulo 3 del informe «[Financial Stability Review](#)», BCE, noviembre 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 noviembre de 2018.

El crecimiento de los préstamos siguió estando respaldado por las favorables condiciones de concesión del crédito bancario y por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamos. Según la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) de enero de 2019, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda prácticamente no variaron en el cuarto trimestre de 2018, después de la considerable relajación neta observada, en general, en estos criterios desde 2014. Las presiones competitivas siguieron contribuyendo a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y de los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que la menor percepción de riesgo solo contribuyó a la relajación de estos últimos. El incremento de la demanda neta de préstamos es atribuible, en gran parte, al bajo nivel general de los tipos de interés, a la inversión en capital fijo, a las existencias y el capital circulante, a las fusiones y adquisiciones, a las favorables perspectivas del mercado de la vivienda y a la confianza de los consumidores. Las entidades de crédito de la zona del euro también indicaron que, como consecuencia de las medidas adoptadas en materia de regulación y supervisión, sus posiciones de capital se reforzaron en mayor medida en la segunda mitad de 2018 y sus criterios de aprobación en todas las categorías de préstamos se endurecieron. Por lo que respecta al impacto de las ratios de NPL en las políticas crediticias, las entidades de la zona del euro señalaron que esas ratios contribuyeron al endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas y a los otorgados para adquisición de vivienda durante los seis últimos meses, y se espera que este efecto persista y afecte a todas las categorías de préstamos.

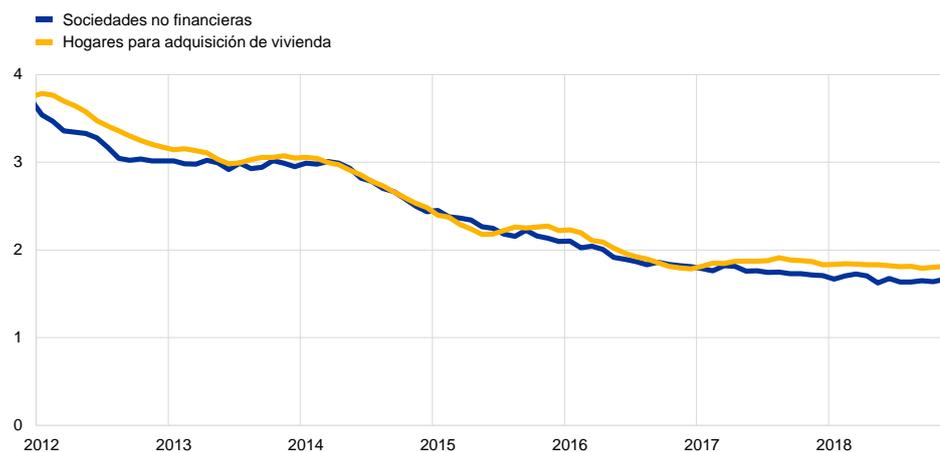
El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito continuó sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro. En noviembre de 2018, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras

se mantuvo prácticamente estable, en el 1,66 %, un nivel próximo al mínimo histórico registrado en mayo de ese año, y el 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 (suponiendo que los créditos de hasta 250.000 euros se otorgan sobre todo a pequeñas empresas), fue especialmente significativa en los países de la zona del euro más expuestos a la crisis financiera, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en toda la zona y en los distintos tipos de empresas.

Gráfico 11

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

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

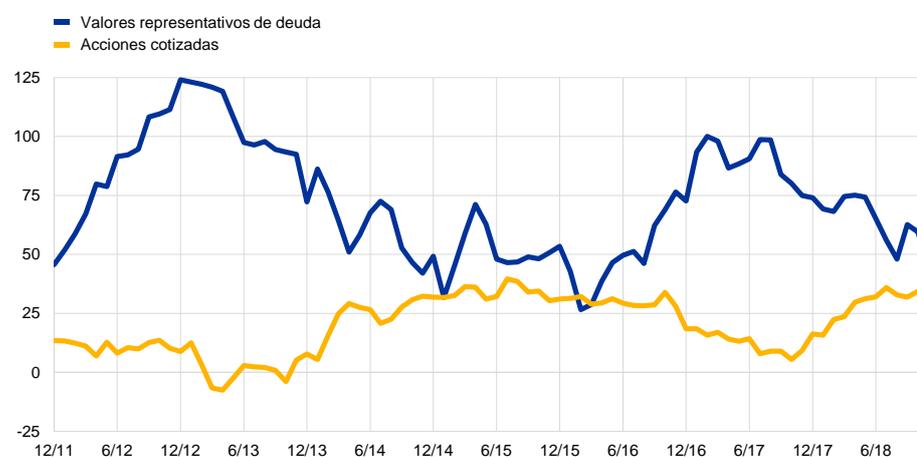
Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron ligeramente en los dos primeros meses del cuarto trimestre de 2018, después del moderado incremento observado en los dos primeros meses del trimestre anterior. Los datos más recientes del BCE señalan que, en términos netos, los flujos totales de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras en octubre y en noviembre de 2018 fueron marginalmente negativos, lo que contrasta con los patrones estacionales típicos observados en los últimos años, en los que la debilidad de las emisiones ha tendido a concentrarse en el último mes del cuarto trimestre. Desde una perspectiva más a medio plazo (véase gráfico 12), los flujos interanuales de valores representativos de deuda siguieron reduciéndose y ascendieron a 44 mm de euros en noviembre de 2018, tras un descenso de 30 mm de euros en los doce meses anteriores. Los datos de mercado disponibles sugieren

que las emisiones netas de valores representativos de deuda continuaron siendo escasas en diciembre de 2018, pero que finalmente se recuperaron en cierta medida a principios de enero de 2019. En octubre y noviembre de 2018, las emisiones netas totales de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras fueron bastante elevadas y mejoraron con respecto a la cifra ligeramente negativa registrada en los dos primeros meses del tercer trimestre de 2018. En términos de flujos interanuales, las emisiones netas de acciones cotizadas se mantuvieron próximas 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 noviembre de 2018.

Pese al repunte observado en los últimos meses, los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguieron siendo, en general, favorables.

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 mantuvo en torno al 4,7 % en noviembre y, según las proyecciones, habría aumentado nuevamente en diciembre de 2018 y en enero de 2019. Asimismo, aunque se estima que el coste de financiación se sitúa actualmente alrededor de 54 puntos básicos por encima del mínimo histórico de agosto de 2016, aún sigue estando por debajo de los niveles observados en el verano de 2014. El aumento del coste de financiación registrado desde el final del tercer trimestre de 2018 refleja el mayor coste de las acciones y 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 Evolución reciente de los precios del petróleo

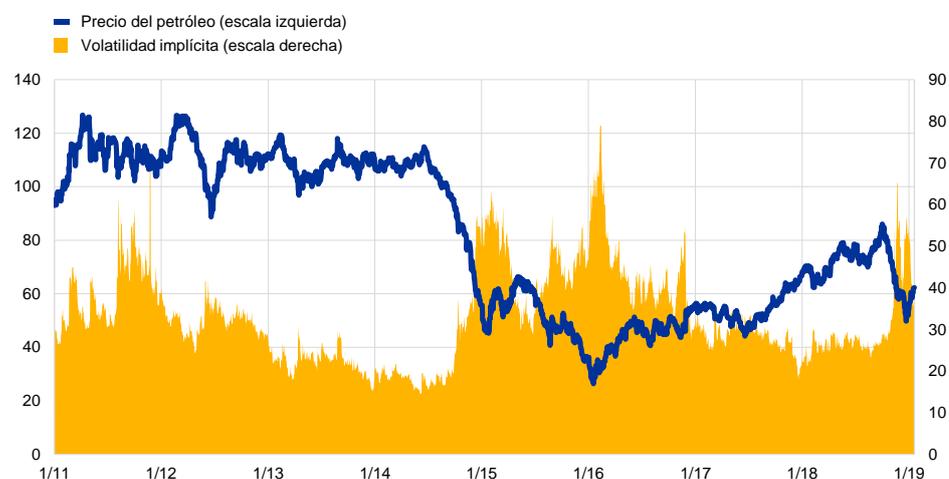
Dominic Quint

Con el trasfondo de las fuertes oscilaciones que han registrado los precios del petróleo en los últimos meses, en este recuadro se analizan los principales determinantes de la evolución del mercado de petróleo. Los factores de oferta han sido los que más han contribuido a la volatilidad observada recientemente en los precios de esta materia prima, mientras que la demanda se ha mantenido relativamente estable.

En los últimos meses, los precios del petróleo han experimentado un marcado giro, que ha ido acompañado de un acusado incremento de la volatilidad implícita de estos precios. Después de aumentar desde el verano de 2017 y de alcanzar un máximo de 86 dólares estadounidenses por barril a principios de octubre de 2018, los precios del Brent registraron una fuerte corrección y al final del año se habían reducido alrededor de un 40 % (véase gráfico A). Cuatro años antes, en 2014, se produjo una corrección similar: los precios descendieron de manera pronunciada tras un período de varios años en los que el Brent había cotizado en torno a los 110 dólares por barril, y en enero de 2016 cayeron hasta situarse por debajo de 30 dólares por barril. Estos períodos de desplome de los precios del crudo suelen ir unidos a un grado elevado de incertidumbre. Sobre la base de las opciones del United States Oil Fund, el índice de volatilidad del petróleo (Oil Volatility Index, OVX) recoge las expectativas de volatilidad de los precios del crudo en el futuro próximo. En noviembre, la incertidumbre en los mercados de petróleo alcanzó niveles observados por última vez durante la fuerte caída que experimentaron los precios de esta materia prima en torno al cambio de año 2014-2015 y a principios de 2016.

Gráfico A Precio del petróleo

(escala izquierda: dólares estadounidenses por barril; escala derecha: índice)



Fuentes: Bloomberg y Haver Analytics.

Notas: El índice de volatilidad Crude Oil ETF Volatility Index (OVX) del Chicago Board Options Exchange (CBOE) mide las expectativas del mercado para la volatilidad a 30 días de los precios del crudo, aplicando la metodología de cálculo del VIX a las opciones del United States Oil Fund que abarcan una amplia variedad de precios de ejercicio de las opciones. La última observación corresponde al 21 de enero de 2019.

Los cambios observados en las fuentes de suministro de petróleo han sido importantes determinantes de los precios del crudo tras la aparición del petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos. Desde 2011, la capacidad de producción de petróleo no convencional de Estados Unidos ha aumentado considerablemente, lo que, en términos de volúmenes de extracción diarios³, le ha permitido competir con dos de los mayores productores de crudo del mundo, Rusia y Arabia Saudí. Los avances en la tecnología de extracción y las inversiones efectuadas en redes de oleoductos y en capacidad ferroviaria han hecho posible que los productores estadounidenses incrementaran la producción, lo que ha convertido a Estados Unidos en un importante actor en la oferta mundial de crudo. Su contribución a la oferta agregada aumentó de forma significativa entre 2011 y el verano de 2014 (véase gráfico B). A finales de 2014, los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) modificaron su estrategia y abandonaron las cuotas de producción, para tratar de recuperar cuota de mercado y, según algunos analistas, expulsar del mercado a Estados Unidos, ejerciendo presiones para que los precios del petróleo se situaran por debajo de los umbrales de rentabilidad de la producción de petróleo no convencional de ese país⁴. Las medidas de la OPEP solo provocaron una reducción transitoria de la producción de este tipo de petróleo, y a finales de 2016 tuvo que reconsiderar su enfoque porque la preocupación en torno a la demanda mundial generó nuevas bajadas de los precios del crudo. Por otra parte, la estrategia de la OPEP sometió a presión las

³ Para información más detallada sobre la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos, véase el artículo titulado «[The oil market in the age of shale oil](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2017.

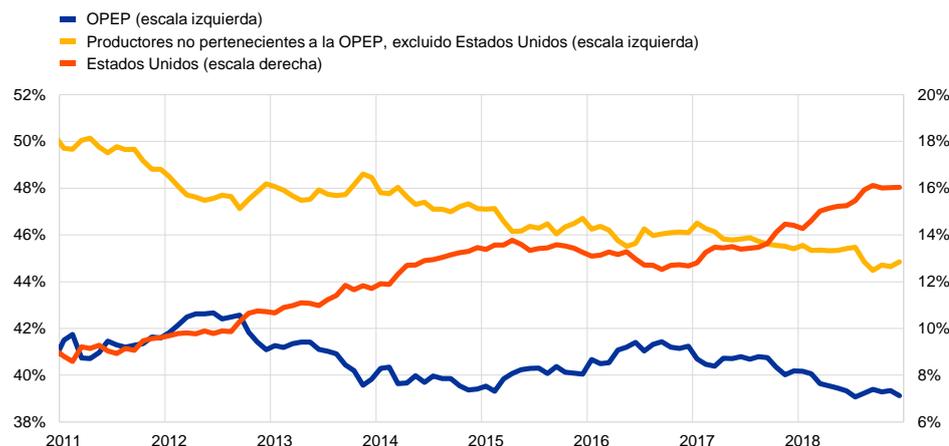
⁴ Para conocer una interpretación económica de las medidas estratégicas de la OPEP, véase, por ejemplo, A. Behar y R. A. Ritz, «[An analysis of OPEC's strategic actions, US shale growth and the 2014 oil price crash](#)», *IMF Working Papers*, n.º 16/131, julio de 2016.

finanzas públicas de sus miembros, y los indicadores de sostenibilidad fiscal experimentaron un deterioro acusado entre 2014 y 2016 en la mayoría de los países pertenecientes a la organización⁵. Cuando los precios empezaron a subir de nuevo en 2017, los productores estadounidenses recuperaron cuotas de mercado rápidamente⁶.

Gráfico B

Cuotas de mercado de los productores de petróleo

(porcentajes)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a diciembre de 2018.

Las fluctuaciones más recientes de los precios del petróleo, registradas en torno al final de 2018, también estuvieron impulsadas por cambios sustanciales en la valoración del mercado de las perspectivas de oferta de crudo.

Pese al aumento de la producción en Estados Unidos, los precios del petróleo se incrementaron durante los tres primeros trimestres de 2018, debido a que los participantes en los mercados centraron su atención en la caída de la producción en Venezuela, y en las perspectivas de disminución de las exportaciones de Irán, tras la retirada de Estados Unidos del pacto nuclear alcanzado con dicho país en 2015. En mayo de 2018, Estados Unidos anunció que volvería a imponer sanciones a las exportaciones de crudo iraní a partir de noviembre de 2018, y, para octubre, las citadas exportaciones ya habían disminuido en unos 0,35 millones de barriles diarios⁷. Al mismo tiempo, el mercado había mostrado su preocupación por que la OPEP reaccionara elevando la producción para compensar la caída de la producción iraní en los mercados mundiales. Sin embargo, desde principios de octubre, se produjo una fuerte corrección de los precios. Arabia Saudí y Rusia aseguraron que incrementarían la producción si fuera preciso tras la aplicación de las sanciones. Otra fuente de presiones a la baja fue la decisión del Gobierno de

⁵ Véase, por ejemplo, M. A. Kose, S. Kurlat, F. Ohnsorge y N. Sugawara, «A Cross-Country Database of Fiscal Space», *Policy Research Working Paper*, n.º 8157, Banco Mundial, agosto de 2017.

⁶ A finales de 2018, Estados Unidos llegó a convertirse en un exportador neto de petróleo por primera vez en su historia, teniendo en cuenta el total de importaciones y exportaciones de crudo y de productos refinados.

⁷ Esta disminución fue menos pronunciada que en 2012, cuando las sanciones provocaron una reducción de las exportaciones de petróleo iraní de alrededor de un millón de barriles diarios.

Estados Unidos de conceder exenciones durante seis meses a las importaciones de petróleo de importantes clientes de Irán. A principios de diciembre de 2018, la OPEP y otros destacados productores no pertenecientes a la organización acordaron recortar la producción. No obstante, los recortes propuestos se situaban en el límite inferior de lo que los mercados consideraban necesario para que tuvieran un efecto duradero en los precios, al tiempo que también existían dudas sobre la medida en que los países miembros cumplirían los recortes acordados⁸. En consecuencia, la caída de los precios del petróleo no se detuvo hasta comienzos de 2019, después de que los indicadores iniciales correspondientes a diciembre señalaran una disminución significativa de la producción de la OPEP.

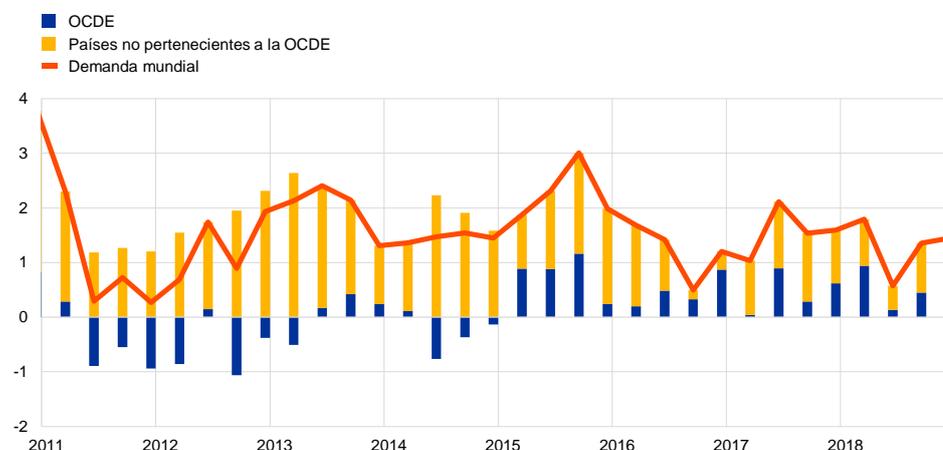
El crecimiento de la demanda agregada de petróleo ha sido más estable en los últimos años, pero se espera que disminuya en 2019. Durante el último decenio, el consumo de energía en los países que no son miembros de la OCDE, en particular en China, ha sido el principal motor de la demanda mundial de crudo (véase gráfico C). Sin embargo, la creciente demanda en las economías emergentes y en desarrollo se vio contrarrestada por la caída de la demanda en los países de la OCDE. Más recientemente, la ligera desaceleración de la expansión económica en las economías emergentes y en desarrollo se ha traducido en cierta convergencia del crecimiento de la demanda de petróleo en los países miembros de esta organización y en los no pertenecientes a la misma. Dado que se prevé que la actividad económica global se modere levemente en 2019, en los últimos meses la Agencia Internacional de la Energía ha revisado a la baja las previsiones de crecimiento de la demanda de crudo, con lo que los precios se han visto sujetos a presiones adicionales, especialmente en la segunda mitad de diciembre, en un contexto de corrección generalizada en los mercados financieros internacionales.

⁸ La unidad entre los miembros de la OPEP también se vio desafiada por la decisión de Qatar de abandonar la organización. Este país, que hasta entonces había sido el undécimo mayor productor de petróleo de la OPEP, pretende centrarse más en la producción de gas natural y ya no desea estar vinculado por los acuerdos de la OPEP.

Gráfico C

Demanda de petróleo

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía y cálculos del BCE.
Nota: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

Aunque la OPEP y otros destacados productores que cooperan con esta organización tienen ahora un papel algo menos relevante, siguen influyendo considerablemente en la evolución de los precios del petróleo. Los grandes «productores fluctuantes» convencionales, como Arabia Saudí, continúan desempeñando un papel importante. Por ejemplo, los países de la OPEP siguen siendo los únicos con suficiente capacidad excedente para incrementar la producción en respuesta a picos de demanda repentinos⁹. Con todo, la estrategia de la OPEP de reducir los precios en 2014 y 2015 no consiguió expulsar del mercado de forma permanente a la producción de petróleo no convencional de Estados Unidos, lo que sugiere que, en horizontes de largo plazo, la capacidad de esta organización para estabilizar los precios en torno a los niveles deseados ha disminuido. Si bien los costes de los métodos de extracción convencionales suelen ser menores que los de producción de petróleo no convencional, los países exportadores más tradicionales necesitan unos precios más elevados para equilibrar sus presupuestos públicos¹⁰. Sin embargo, la revolución del petróleo no convencional ha contribuido a limitar las presiones al alza sobre los precios del crudo, ya que la producción de Estados Unidos suele aumentar cuando los precios suben por encima de los niveles *break-even*. Según una encuesta al sector energético realizada por la Reserva Federal de Dallas, los pozos operativos existentes pueden ser rentables en una horquilla de precios de 25-35 dólares estadounidenses por barril. Sin embargo, para la explotación de nuevos pozos, los productores necesitan que los precios sean algo más elevados (véase gráfico D).

⁹ Se estima que la capacidad excedente de producción de la OPEP es de entre un millón y dos millones de barriles diarios, es decir, debería poder aumentar la producción en esta cantidad en un período de 30 a 90 días. La capacidad de Estados Unidos para incrementar de forma significativa la oferta en un plazo breve todavía es limitada. Para elevar la producción en 0,5 millones de barriles diarios, los productores estadounidenses tardarían seis meses en intensificar las actividades de perforación. Véase R. G. Newell y B. C. Prest, «Is the US the New Swing Producer? The Price-Responsiveness of Tight Oil», *RFF Working Paper*, n.º 17-15, Resources for the Future, junio de 2017.

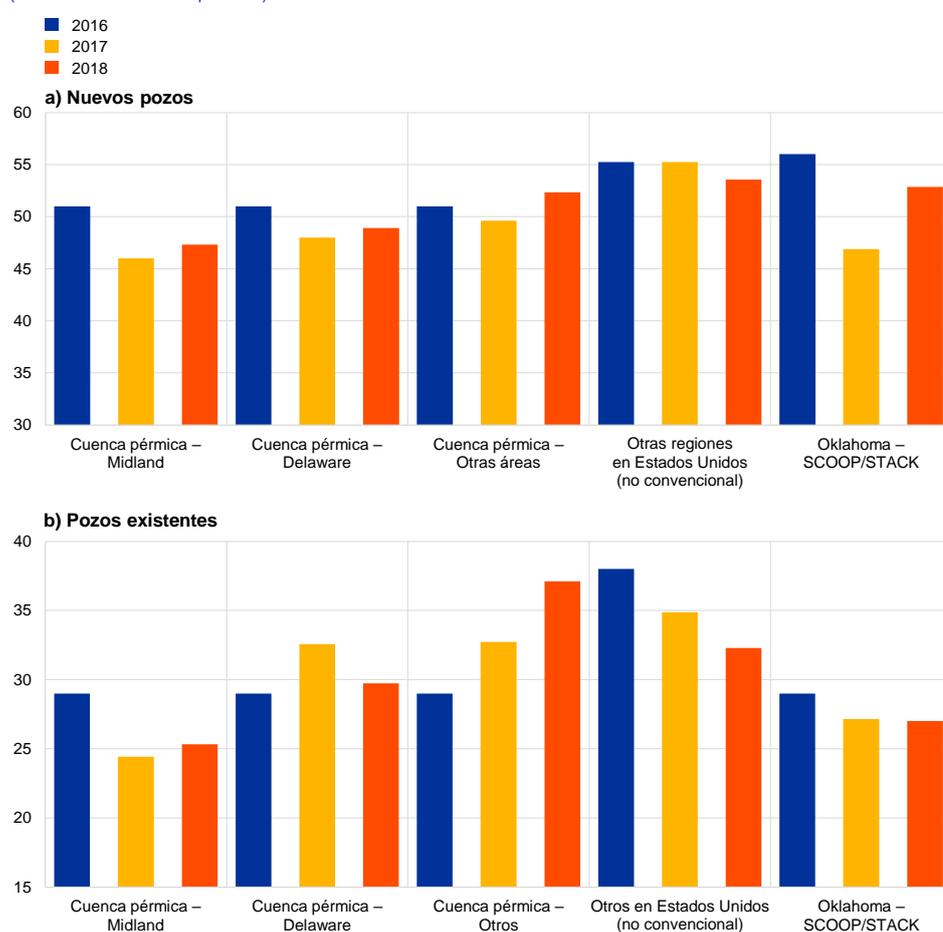
¹⁰ Véase el *Statistical Appendix* de *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, FMI, noviembre de 2018.

En general, la revolución del petróleo no convencional ha cambiado la estructura del mercado de crudo. Ahora, las estrategias de la OPEP deben tener en cuenta la reacción endógena de los productores de petróleo no convencional. La competencia del petróleo no convencional puede reducir la capacidad de los productores tradicionales para presionar al alza los precios por encima de un nivel determinado en horizontes de largo plazo. Al mismo tiempo, el proceso de adaptación de las estrategias de la OPEP a esta nueva competencia ha introducido cierta volatilidad en los precios del crudo en los últimos años, también durante la segunda mitad de 2018.

Gráfico D

Precio *break-even* del petróleo para los productores de Estados Unidos

(dólares estadounidenses por barril)



Fuente: Dallas Fed Energy Survey.

Notas: Precios medios necesarios para cubrir los gastos de explotación de pozos nuevos y existentes en distintas regiones. El precio de referencia es el del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que, en promedio, cotiza un 10 % por debajo del Brent. Los datos se basan en una encuesta realizada entre el 14 y el 22 de marzo de 2018.

2 Determinantes y riesgos para la demanda interna de la zona del euro

Malin Andersson y Benjamin Mosk

Se espera que, en la zona del euro, la actividad continúe expandiéndose a un ritmo moderado, mientras que el aumento de la incertidumbre señala una intensificación de los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento.

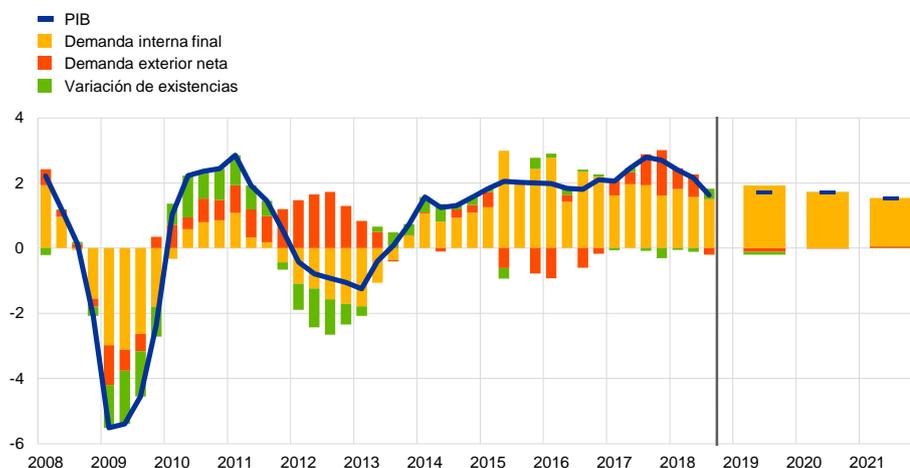
La mayor incertidumbre a escala mundial, la perspectiva del Brexit, la escalada del proteccionismo, la volatilidad observada en las economías emergentes y la incertidumbre política en algunas partes de la zona del euro plantean grandes retos para la sostenibilidad de la demanda interna en el futuro. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018¹¹, las perspectivas de crecimiento se verán respaldadas por el avance sostenido de la demanda interna en los próximos años, pese a una contribución muy limitada de la demanda exterior neta y de las existencias (véase gráfico A). Aunque se prevé una desaceleración del crecimiento, lo que es acorde con un ciclo económico en fase de maduración en el que aumenta la escasez de mano de obra en algunos países y las tasas de ahorro se recuperan de los reducidos niveles alcanzados, se espera que la actividad muestre una capacidad de resistencia relativa debido a varios factores, entre ellos, la continuación esperada de la expansión de la actividad mundial, la orientación acomodaticia de la política monetaria que favorece las condiciones de financiación, la mejora de los mercados de trabajo, el incremento de los salarios y cierta relajación de las políticas fiscales. En este recuadro se analizan los factores que determinan el gasto interno y se examinan los posibles efectos adversos sobre la actividad interna derivados de un aumento de la incertidumbre global.

¹¹ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018», BCE, 2018.

Gráfico A

Descomposición del crecimiento del PIB real de la zona del euro

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2018. Los datos que figuran a la derecha de la línea vertical gris son proyecciones.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, el consumo privado seguirá viéndose respaldado por el crecimiento del empleo y de la renta como importantes factores impulsores del crecimiento de la renta de los hogares.

La moderación observada en el avance del PIB real de la zona del euro¹² durante los tres primeros trimestres de 2018 estuvo relacionada, en parte, con el crecimiento del consumo privado, que se ralentizó hasta el tercer trimestre. La confianza de los consumidores disminuyó a lo largo de 2018, pero se mantuvo por encima de su media de largo plazo. De cara al futuro, se espera que el crecimiento del consumo siga evolucionando en consonancia con la renta real disponible. El factor que más contribuirá al crecimiento de la renta real disponible será el incremento de las rentas reales del trabajo (véase gráfico B), que, a tenor de las proyecciones, se verá impulsado en mayor medida por los salarios que por el empleo. Esta composición explica, en parte, la desaceleración del avance del consumo, dado que este suele reaccionar con más intensidad a las variaciones del empleo que a las de la renta. Se espera que la relación real de intercambio —que refleja la relación entre los precios de exportación y los de importación— mejore y preste apoyo adicional a la renta disponible¹³, dado que se supone que los precios del petróleo retrocederán después de la subida registrada en el tercer trimestre de 2018, aunque se ha de tener en cuenta que estos precios pueden mostrar una volatilidad elevada, como ha sucedido recientemente. También se espera que las rentas de la propiedad sigan sosteniendo la renta real disponible. Pese a que, en general, la contribución de las políticas fiscales a la renta disponible ha sido negativa en los últimos años, en consonancia con el mecanismo cíclico de los estabilizadores fiscales, se prevé que la favorezcan

¹² 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.

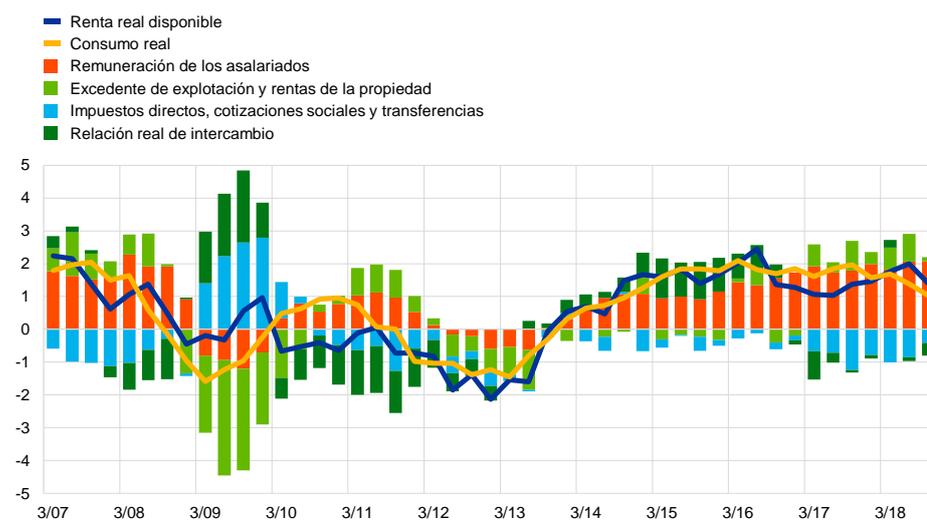
¹³ Véase el recuadro titulado «Los precios del petróleo, la relación real de intercambio y el consumo privado», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2018.

hasta cierto punto en 2019. Además, los avances logrados en el desapalancamiento del sector hogares deberían impulsar también el consumo, aunque la deuda de los hogares sigue manteniéndose en un nivel relativamente elevado. En conjunto, la renta real disponible sustentará el consumo privado y permitirá al mismo tiempo un aumento gradual del ahorro en los hogares.

Gráfico B

Consumo privado y descomposición del crecimiento de la renta disponible

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

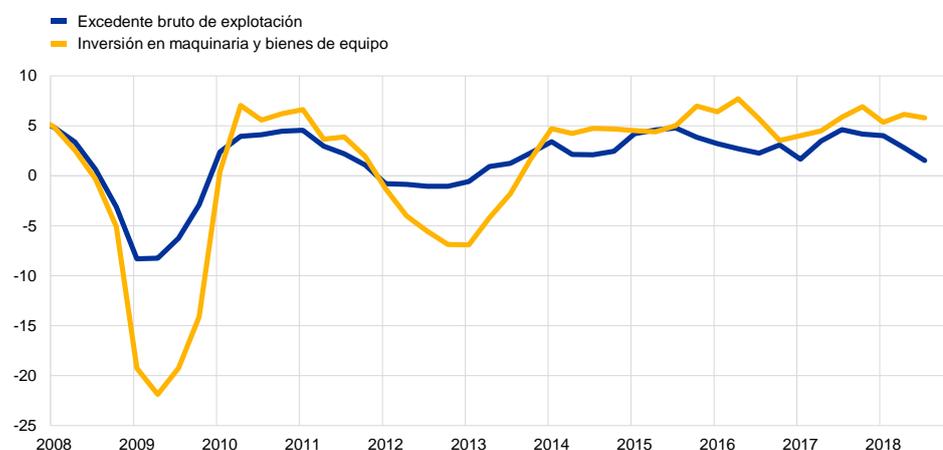
Notas: La contribución de la relación real de intercambio se aproxima por el diferencial entre los deflatores del PIB y los del consumo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2018.

En un contexto de maduración del ciclo económico, aún se espera que la inversión empresarial continúe aumentando, pese al entorno de mayor incertidumbre. La inversión empresarial se sustentará en la evolución de la demanda interna, en las limitaciones de capacidad y en la rentabilidad, en consonancia con los patrones históricos (véase gráfico C), aunque crecerá a un ritmo más lento a medida que madura el ciclo económico y se reducen la demanda y los beneficios. Las condiciones financieras siguen siendo propicias, pero se espera que sostengan cada vez menos la inversión. Asimismo, la mejora de los balances y las menores necesidades de liquidez de las empresas de la zona del euro también impulsarán la inversión empresarial. Por lo que se refiere al mercado de la vivienda, los indicadores de coyuntura en torno al cambio de año —como los reducidos niveles del índice de directores de compras (PMI) y la producción de la construcción— reflejan la creciente escasez de mano de obra en algunos países y apuntan a que el crecimiento de la inversión en vivienda se desacelerará en el corto plazo. Sin embargo, a medio plazo, la recuperación de la inversión residencial desde niveles inferiores a los registrados antes de la crisis debería continuar en muchos de los países más grandes de la zona del euro, respaldada por la evolución de los precios de la vivienda.

Gráfico C

Crecimiento de los beneficios y de la inversión en maquinaria y bienes de equipo

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2018.

También hay indicios de que el crecimiento se sustenta cada vez más en factores tanto estructurales como cíclicos, pese a observarse ciertas vulnerabilidades.

La disminución de los desequilibrios macroeconómicos, especialmente en los países anteriormente sujetos a un programa de ajuste económico, y las reformas estructurales han reforzado la capacidad de resistencia de la zona del euro y la eficacia de la política monetaria, lo que debería reducir también las repercusiones negativas de perturbaciones idiosincrásicas en los países de la zona del euro. Al mismo tiempo, las posibles vulnerabilidades tienen su origen, entre otros, en los niveles todavía elevados de deuda pública y privada, en los préstamos dudosos (NPL, por sus siglas en inglés) de los balances de las entidades de crédito, en una tasa de ahorro de los hogares inferior a la registrada antes de la crisis y en las rigideces estructurales que persisten en algunos países.

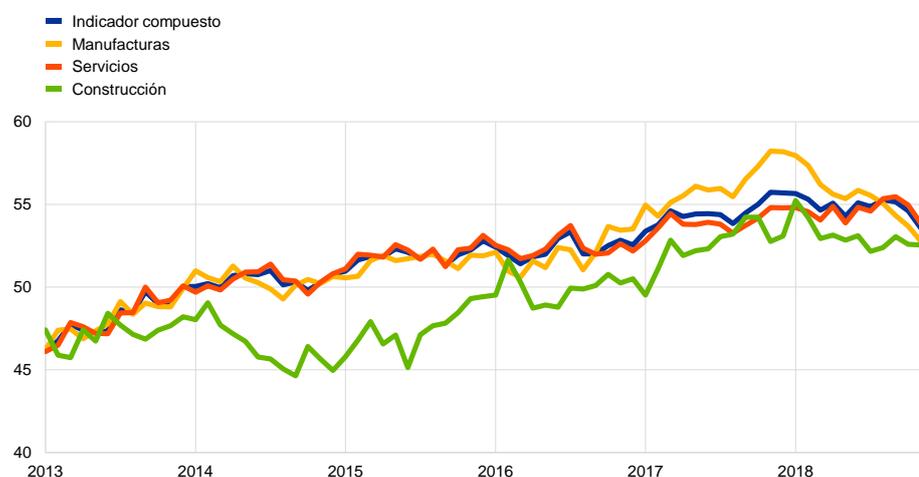
La capacidad de resistencia de los componentes de la demanda interna podría verse particularmente afectada por la creciente incertidumbre global, relacionada, entre otros aspectos, con una escalada de las tensiones comerciales.

En cuanto al consumo privado, los datos sugieren que el crecimiento de las rentas del trabajo seguirá favoreciendo el gasto de los hogares, pese a los posibles impactos adversos derivados de la incertidumbre global en torno al comercio. Así lo demuestran los datos de las encuestas sobre las expectativas de empleo, que se mantienen en niveles elevados, en general, aunque las perspectivas han disminuido ligeramente (véase gráfico D) en los sectores más expuestos al comercio (por ejemplo, el de manufacturas).

Gráfico D

Expectativas de empleo

(Índice de difusión: 50 = sin variación con respecto al mes anterior)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2018.

Un aumento de la incertidumbre global podría tener un impacto adverso mayor sobre la inversión empresarial que sobre el consumo privado, según los datos de las encuestas y la evidencia basada en modelos.

Aunque la incertidumbre es difícil de medir, el impacto adverso que tiene una mayor incertidumbre en las decisiones de inversión empresarial está bien documentado¹⁴. Como evidencia de este efecto, las encuestas nacionales sugieren que el incremento de la incertidumbre a escala mundial está retrasando en cierta medida las decisiones de inversión¹⁵. Para valorar el impacto, se realizaron dos simulaciones usando el modelo de previsión multipaís del BCE¹⁶. En ambas simulaciones, los residuos de las ecuaciones de inversión para los países más grandes de la zona del euro incluidos en el modelo fueron sometidos a perturbación para replicar un incremento del índice de volatilidad VIX (véase gráfico E), utilizando las correlaciones históricas entre el VIX y los residuos. En el primer escenario, el VIX se incrementó en una desviación típica del índice en el cuarto trimestre de 2018, con valores posteriores

¹⁴ Para responder a perturbaciones relacionadas con la incertidumbre, las empresas pueden ajustar sus políticas de inventario reduciendo de forma desproporcionada sus pedidos de intermediarios extranjeros, lo que provoca una contracción de los flujos de comercio internacional mayor que la de la actividad económica interna (véase, por ejemplo, D. Novy y A. M. Taylor, «[Trade and Uncertainty](#)», *CEP Discussion Paper*, n.º 1266, Centre for Economic Performance, mayo de 2014). Para las empresas, unas perspectivas inciertas sobre la política comercial constituyen una razón para retrasar la entrada en un mercado extranjero (margen extensivo) y para aplazar la actualización de su tecnología (margen intensivo) (véase K. Handley y N. Limão, «[Trade and Investment under Policy Uncertainty: Theory and Firm Evidence](#)», *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 7, n.º 4, noviembre de 2015). El impacto de la incertidumbre en torno a la política comercial puede verse multiplicado por las cadenas globales de valor (CGV) (véase A. Osnago, R. Piermartini y N. Rocha, «[The Heterogeneous Effects of Trade Policy Uncertainty: How Much Do Trade Commitments Boost Trade?](#)», *Policy Research Working Paper*, n.º 8567, Banco Mundial, agosto de 2018).

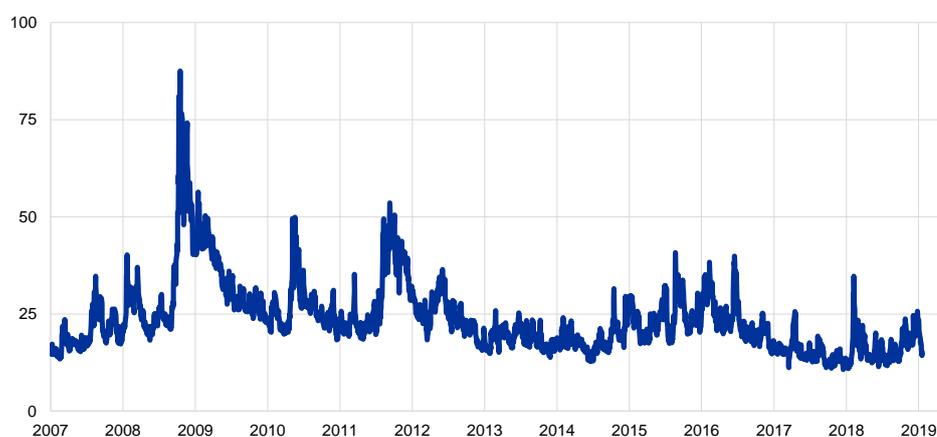
¹⁵ Véanse, por ejemplo, [Boletín Económico](#), n.º 4, Banca d'Italia, 2018; «[The air is getting thinner](#)», *DIHK Economic Survey*, otoño de 2018, Association of German Chambers of Industry and Commerce, octubre de 2018, y [Boletín Económico](#), n.º 3, Banco de España, 2018.

¹⁶ Véase A. Dieppe, A. González-Pandiella y A. Willman, «[The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – Simulated with rational expectations](#)», *Economic Modelling*, vol. 29, número 6, 2012, pp. 2597-2614, y A. Dieppe, A. González-Pandiella, S. Hall y A. Willman, «[Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model](#)», *Economic Modelling*, vol. 33, 2013, pp. 808-825.

del VIX acordes con su patrón persistente histórico. Esta perturbación se traduce en un descenso de la inversión, con un efecto adverso que alcanza su nivel máximo en el segundo semestre de 2019 (véase gráfico F). En el segundo escenario, el aumento inicial del VIX se corresponde con el incremento intertrimestral de este índice observado en el punto álgido de la crisis de deuda soberana europea, y los valores posteriores del VIX también siguen patrones históricos. La simulación muestra un impacto adverso mayor en la inversión (véase gráfico F). En los dos escenarios, prácticamente la mitad de la pérdida máxima observada en el nivel de inversión se recupera después de 2,5 años, a medida que disminuye la incertidumbre.

Gráfico E Índice de volatilidad VIX

(porcentajes)



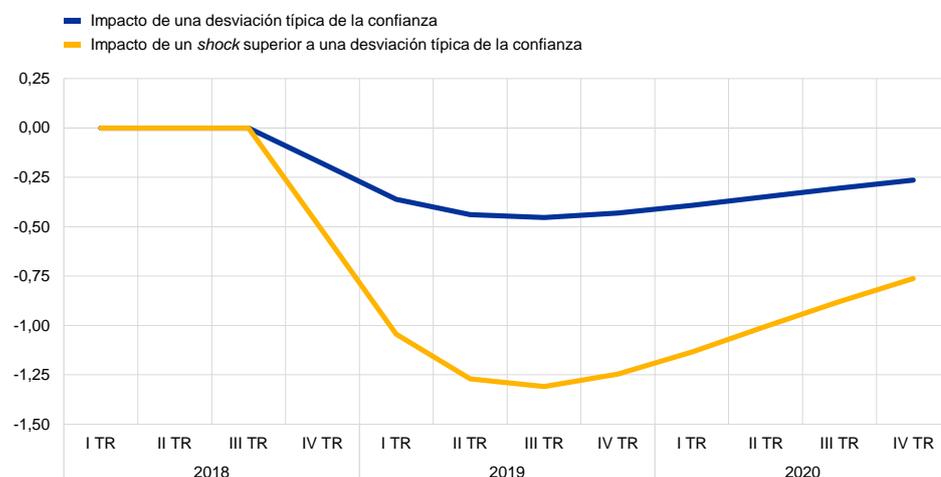
Fuente: Haver Analytics.

Nota: La última observación corresponde al 21 de enero de 2019.

Gráfico F

Impacto de las perturbaciones relacionadas con la incertidumbre en la inversión total de la zona del euro

(porcentajes; desviación con respecto al escenario base)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Los escenarios considerados se basan en patrones históricos del VIX, obtenidos a partir de una regresión AR(1)MA(1) de una media de datos trimestrales del VIX de doce años. El impacto de una desviación típica de la confianza supone un incremento inicial de 5,5 puntos porcentuales, en consonancia con el aumento de las medias trimestrales del VIX entre el tercer y el cuarto trimestre de 2018. El escenario de un shock superior de la confianza, basado en el aumento de la volatilidad en el punto álgido de la crisis de deuda soberana europea, asciende a un incremento inicial de 16 puntos porcentuales.

En conclusión, el crecimiento de la demanda interna, en particular el consumo privado, seguirá siendo un importante motor de la actividad en los próximos años, aunque su contribución irá disminuyendo, como consecuencia de la maduración esperada del ciclo económico. Entretanto, el aumento de la incertidumbre global constituye un riesgo a la baja para las perspectivas, especialmente para la inversión empresarial.

3 El efecto mecánico de los cambios en los supuestos relativos al precio del petróleo sobre las proyecciones del componente energético del IAPC para la zona del euro

Mario Porqueddu

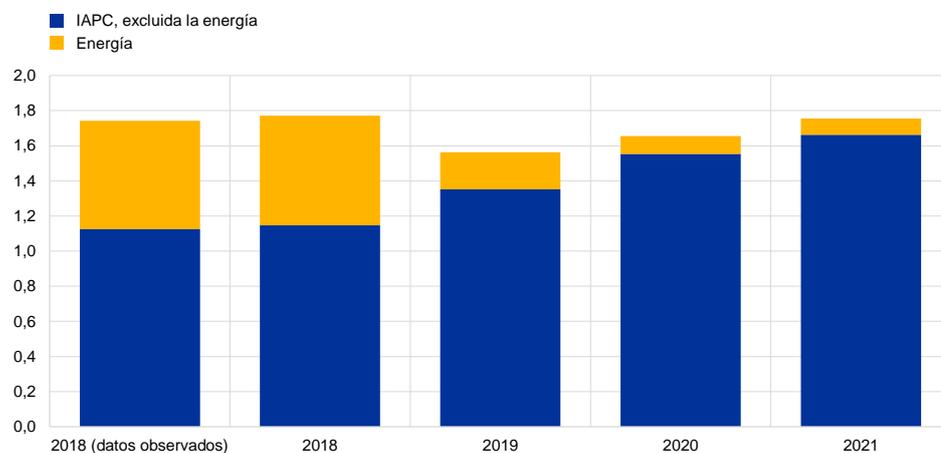
Las proyecciones de inflación se basan en modelos, supuestos y juicio experto, e incluyen supuestos sobre la evolución futura de los precios del petróleo. En el caso de los ejercicios de proyección del Eurosistema/BCE, las proyecciones relativas a la inflación se basan en el supuesto de que los precios del petróleo evolucionarán en consonancia con los precios medios de los futuros observados durante un período de dos semanas antes de la fecha límite de recepción de los datos. El uso de futuros sobre el precio del petróleo influye considerablemente en las proyecciones relativas al componente energético del IAPC. Por ejemplo, el perfil de la inflación medida por el IAPC en las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018 conllevaba, entre otros efectos, una fuerte caída de la contribución de la tasa de variación de los precios de la energía, de 0,6 puntos porcentuales en 2018 a 0,2 puntos porcentuales en 2019 y 0,1 puntos porcentuales en 2020 y 2021 (véase gráfico A)¹⁷. Sin embargo, la fecha de cierre de elaboración de supuestos utilizados en las proyecciones fue el 21 de noviembre de 2018, y los precios de petróleo y sus correspondientes trayectorias en los mercados de futuros descendieron de forma sustancial después de esa fecha. Aunque últimamente han experimentado una ligera recuperación con respecto al final de 2018, en general se mantienen considerablemente por debajo de los niveles en los que se situaban en la fecha de cierre. En este recuadro se documentan los efectos mecánicos de un cambio en los supuestos relativos al precio del petróleo sobre las proyecciones del componente energético del IAPC.

¹⁷ Véase el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018](#)», publicado en el sitio web del BCE el 13 de diciembre de 2018.

Gráfico A

Contribución de la tasa de variación de los precios de la energía a la inflación general en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Eurosistema y cálculos del BCE.

Nota: La primera barra se refiere a datos observados de Eurostat correspondientes a 2018, y las demás, a las proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2018.

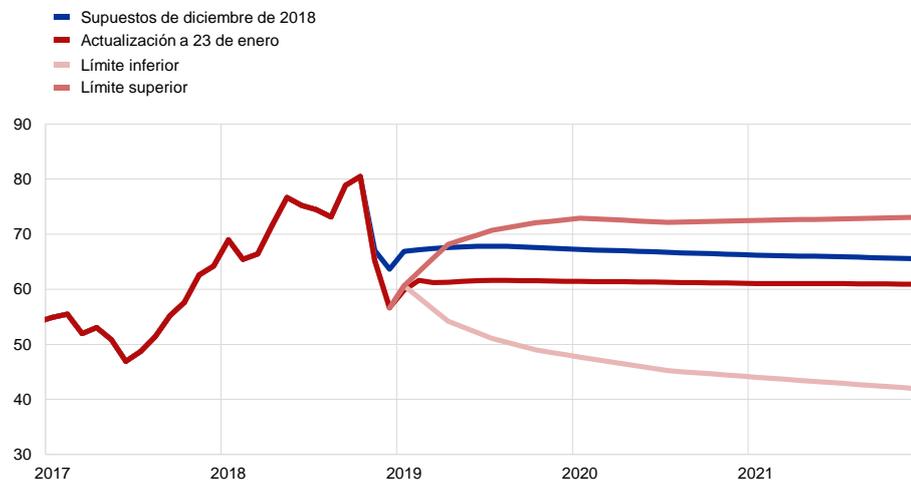
Los precios del crudo y los futuros sobre el petróleo han descendido de forma significativa desde el otoño de 2018. La tasa de variación de los precios de la energía se redujo desde el 10,7 % registrado en octubre de 2018 (el último dato disponible en las proyecciones de diciembre de 2018 elaboradas por los expertos del Eurosistema) hasta el 5,4 % en diciembre. Según los últimos datos de futuros sobre el petróleo¹⁸, los precios del crudo fluctuarán en torno a los 61 dólares estadounidenses por barril en 2019, un 9 % por debajo del precio medio para este año supuesto en las proyecciones de diciembre de 2018 (véase gráfico B). Para la última parte del horizonte de proyección, la curva actualizada de futuros sobre el petróleo muestra un perfil ligeramente ascendente, que se compara con la curva con pendiente levemente descendente observada cuando se realizó el último ejercicio de proyección, aunque en términos de tasas de crecimiento interanual la diferencia es escasa con posterioridad a 2019.

¹⁸ En la fecha de cierre de este Boletín, el 23 de enero.

Gráfico B

Futuros sobre el precio del petróleo

(Dólares estadounidenses por barril)



Fuentes: Morningstar Global Market Data y cálculos del BCE.

Nota: El límite inferior (superior) es el percentil 25 (75) de la distribución obtenida a partir de las densidades implícitas en las opciones sobre el precio del petróleo a 23 de enero de 2019.

Los precios de la energía reflejan en gran medida la trayectoria de los precios del petróleo, aunque hay cierta desviación entre ambos.

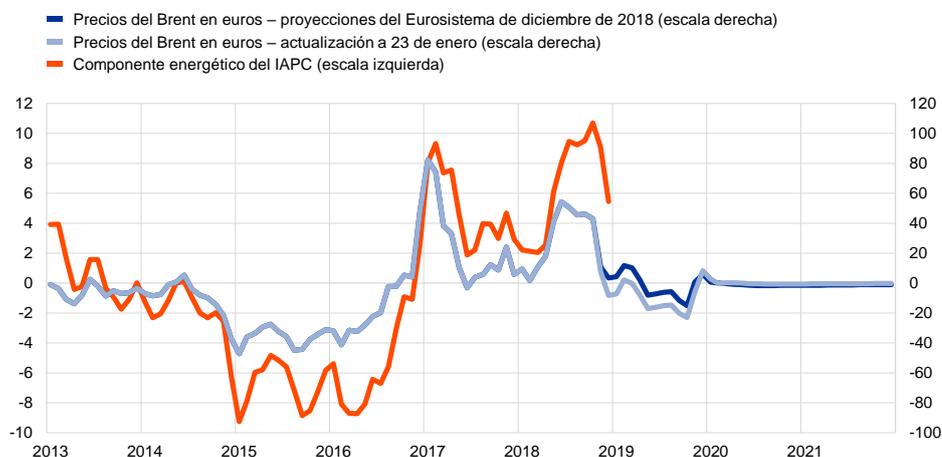
Esto se debe a que componentes energéticos como el gas y la electricidad tienen una relación menos estrecha con los precios del petróleo que los combustibles (cuyo vínculo es muy cercano). Además, el impacto de los impuestos y de los márgenes también desempeña un papel importante en la evolución de los precios energéticos¹⁹. Con todo, la evolución de la tasa de variación interanual de los precios del crudo suele ser un indicador bastante fiable de la evolución de la tasa de variación interanual de los precios de la energía (véase gráfico C).

¹⁹ Para más detalles, véase el recuadro titulado «El papel de los precios de la energía en la inflación reciente desde la perspectiva de los distintos países», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2018.

Gráfico C

Precios del petróleo y precios de la energía

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Tasas de variación interanual de los precios del petróleo calculadas a partir de los precios al contado y los precios de los futuros a 21 de noviembre de 2018, la fecha de cierre de los supuestos utilizados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018, y actualizadas con los precios de los futuros a 23 de enero de 2019. El supuesto actualizado relativo al tipo de cambio euro/dólar para 2019 corresponde a la media durante el período de dos semanas que finalizó el 23 de enero (1,14 dólares por euro), un 0,5 % por encima de la hipótesis empleada en las proyecciones de diciembre de 2018, lo que significa que casi la totalidad de la variación de los precios del petróleo en euros corresponde al desplazamiento a la baja de la curva de futuros sobre el precio del petróleo en dólares estadounidenses.

Las implicaciones de la evolución reciente de los precios del petróleo son un recordatorio de la incertidumbre a la que están sujetas las proyecciones relativas a la inflación de los precios de la energía.

La distribución obtenida a partir de las densidades implícitas en las opciones sobre el precio del petróleo es amplia (véanse las bandas del gráfico B), con un rango intercuartil que abarca entre alrededor de 53 dólares estadounidenses por barril y 69 dólares por barril, en promedio, en 2019 (el 22 % por debajo y el 2 % por encima de los supuestos utilizados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018). Las distribuciones transversales de los precios futuros del petróleo de las encuestas sobre expectativas constituyen otra forma de analizar la incertidumbre en torno a las proyecciones sobre la tasa de variación de los precios de la energía. Por ejemplo, el promedio de los participantes en la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE correspondiente al primer trimestre de 2019²⁰ espera que los precios del crudo se sitúen, en promedio, en unos 64 dólares por barril en 2019 (lo que implica un perfil ascendente más pronunciado que el de la curva de futuros sobre el petróleo), con un rango de una desviación típica de las expectativas individuales de alrededor de 5 dólares por barril.

En general, las variaciones de los precios del petróleo también tienen un impacto considerable aparte del causado en los precios de la energía. Es importante tener presente que estas variaciones no solo tienen efectos directos en los precios energéticos, sino que también afectan indirectamente a otros precios de consumo a través de los canales de costes y de demanda. Aunque las ventajas en términos de costes asociadas a unos precios del crudo más bajos pueden

²⁰ La encuesta se llevó a cabo entre el 7 y el 11 de enero de 2019.

transmitirse hasta cierto punto a los precios de consumo, cabe esperar que el aumento del poder adquisitivo fomente el consumo y la actividad económica en términos más generales, ejerciendo presiones al alza sobre esos precios, aunque con cierto retraso. Además, es importante realizar un seguimiento de la medida en que las variaciones de los precios del petróleo pueden influir en las expectativas de inflación y, por ello, es necesario analizar el impacto total de las variaciones de estos precios en el contexto de un ejercicio de proyección completo.

Artículos

1 Veinte años de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE

Rupert de Vincent-Humphreys, Ivelina Dimitrova, Elisabeth Falck y Lukas Henkel

Han transcurrido veinte años desde que el BCE publicó la primera encuesta a expertos en previsión económica (EPE). Los participantes facilitan previsiones puntuales y distribuciones de probabilidad de la inflación medida por el IAPC, de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía, los alimentos, el alcohol y el tabaco, del crecimiento del PIB real y de la tasa de desempleo para seis horizontes, así como previsiones puntuales sobre el crecimiento de los salarios, el tipo de cambio, el precio del petróleo y el tipo de interés oficial del BCE. Todos los datos cuantitativos que se recaban en la encuesta se publican sistemáticamente poco después de que se concluya, lo que convierte a la EPE en la encuesta sobre la economía agregada de la zona del euro más transparente, exhaustiva y de más larga trayectoria.

En los últimos veinte años, las condiciones económicas han sido muy variadas, con episodios como la Gran Moderación —con un crecimiento económico relativamente elevado y una inflación estable—, la crisis financiera y, más recientemente, un período prolongado de débiles presiones inflacionistas. En este artículo se documenta la evolución de la EPE en este entorno económico cambiante y las lecciones extraídas. La EPE sigue siendo hoy tan útil para el análisis económico y tan relevante para el debate sobre política monetaria como la primera vez que se publicó.

1 Introducción a la encuesta a expertos en previsión económica

Las expectativas de inflación desempeñan un papel fundamental en los análisis económico y monetario del BCE, sobre todo si se tiene en cuenta su mandato de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. El BCE establece la política monetaria con el objetivo de mantener la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro en una tasa inferior, aunque próxima, al 2 % a medio plazo. En este contexto, las expectativas de inflación de los agentes privados pueden afectar a la economía porque pueden influir en las decisiones económicas en ámbitos como el ahorro, el consumo y la inversión, así como en la fijación de salarios y precios. El papel que desempeñan las expectativas de inflación para determinar la inflación observada de los salarios y los precios se puede modelizar utilizando una relación de curva de Phillips con expectativas. Asimismo, las expectativas de inflación de los participantes en los mercados financieros pueden incidir de forma directa en la fijación de los precios de algunos instrumentos financieros, como los bonos nominales, y, por ello, pueden afectar

directamente a la transmisión de la política monetaria a la economía real²¹. Las expectativas de inflación también son una valiosa herramienta para contrastar las perspectivas de inflación de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE que, a su vez, se utilizan en las decisiones de política monetaria. Por lo tanto, el BCE sigue atentamente las expectativas de inflación de los agentes privados usando diversas fuentes, entre otras, los resultados de su encuesta trimestral a expertos en previsión económica (EPE).

La EPE ha medido las expectativas de inflación y otras expectativas macroeconómicas desde el inicio de la unión monetaria. Cuando se publicó por primera vez, la EPE era el único indicador de las expectativas macroeconómicas del sector privado para la zona del euro en su conjunto. En la encuesta se recopila información sobre las tasas de variación esperadas de los precios de consumo, de crecimiento de los salarios, de crecimiento del PIB real y de desempleo en la zona del euro para varios horizontes, que van desde el año en curso hasta el largo plazo. Asimismo, los participantes facilitan expectativas para las variables exógenas en las que se sustentan sus previsiones —como el precio del petróleo y el tipo de cambio—, y comentarios cualitativos que enriquecen sus previsiones cuantitativas. Por consiguiente, los resultados generales de la encuesta proporcionan una imagen exhaustiva de la valoración agregada de las perspectivas macroeconómicas por parte de los expertos.

Se recopilan expectativas para varios horizontes con distintos objetivos. A corto plazo, los expertos facilitan expectativas para el año natural en curso y los dos años siguientes, así como para dos horizontes cambiantes, a un año y a dos años vista de los últimos datos disponibles. La evolución de las expectativas a más corto plazo permite hacer un seguimiento de cómo la comunidad de expertos en previsión económica está valorando la nueva información sobre las perturbaciones que afectan a la economía —por ejemplo, a partir de los datos disponibles más recientes—, y qué está aprendiendo sobre el efecto de una perturbación determinada. En este contexto, las previsiones puntuales para el año natural pueden compararse fácilmente con las publicadas en otras encuestas o con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE. Los horizontes cambiantes son más adecuados para medir la evolución en el tiempo de las percepciones de riesgo y de la incertidumbre, dado que hacen abstracción de la disminución de la incertidumbre que suele producirse de forma natural a medida que se reduce el horizonte de previsión. Por último, las expectativas a largo plazo pueden revelar información sobre la percepción del estado estacionario de la economía. En concreto, las expectativas de inflación a largo plazo pueden proporcionar información sobre la confianza en la consecución del objetivo de inflación.

Las distribuciones de probabilidad ofrecen una valoración cuantitativa del riesgo y la incertidumbre. Una característica distintiva de la EPE es que recaba expectativas relativas a la inflación, la inflación subyacente, el desempleo y el crecimiento del PIB real para todos los horizontes, también a más largo plazo, no

²¹ Para más información sobre los indicadores de mercado, véase el artículo titulado «[Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2018.

solo en forma de previsiones puntuales, sino también como distribuciones de probabilidad. Esto permite cuantificar el grado de incertidumbre de las previsiones y si los expertos consideran que la incertidumbre está básicamente equilibrada en torno a su previsión puntual o sesgada al alza o a la baja.

Los participantes en la encuesta son economistas expertos que trabajan en instituciones financieras o no financieras y que utilizan distintas metodologías para realizar sus previsiones. Cada trimestre se reciben aproximadamente 55 respuestas, una cifra relativamente elevada si se compara con otras encuestas macroeconómicas a expertos para la zona del euro en su conjunto. La mayoría de los participantes procede de instituciones financieras, aunque también contribuye un número significativo de expertos de instituciones de investigación económica. Desde 2008, cada cinco años se lleva a cabo una encuesta especial que facilita información adicional sobre cómo se forman las expectativas indicadas en la EPE (véase recuadro 1).

El elevado nivel de transparencia de los datos y su relevancia económica han propiciado numerosos estudios basados en la EPE. Todos los datos cuantitativos, incluidos los microdatos, se publican trimestralmente en el sitio web del BCE, junto con un informe resumen, lo que ha ayudado a promover numerosos estudios académicos sobre la EPE y sobre lo que se puede aprender de sus resultados. El recuadro 2 contiene un resumen selectivo de estos estudios.

En este artículo se analizan los resultados de la EPE a lo largo de veinte años y las lecciones extraídas. En la sección 2 se explora en qué medida la correlación de las expectativas para pares de variables constituye una fuente de información de las relaciones económicas subyacentes. En las secciones 3 y 4 se consideran, respectivamente, los resultados de las previsiones puntuales y los parámetros de riesgo implícitos en las funciones de distribución de probabilidad, mientras que en la sección 5 se estudia qué se puede aprender de las expectativas a largo plazo. En la sección 6 se presentan las conclusiones.

6 Conclusiones

La EPE del BCE es la encuesta de la economía agregada de la zona del euro más transparente, exhaustiva y de más larga trayectoria. En concreto, en comparación con otras encuestas, las funciones de distribución de probabilidad de la EPE permiten llevar a cabo una evaluación cuantitativa completa de los riesgos percibidos para las perspectivas y de la incertidumbre a la que están sujetas. Esta evaluación ofrece otra valiosa perspectiva para complementar las previsiones puntuales y realizar una valoración económica más completa de la información recibida en la encuesta trimestral, por ejemplo, cuando se consideran el ritmo y las características de la normalización económica después de la crisis financiera.

La encuesta es útil para contrastar no solo las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE/Eurosistema, sino también las relaciones económicas fundamentales en las que se basan. Al cabo de veinte años, la EPE ha permitido generar un detallado conjunto de datos

que puede utilizarse para abordar cuestiones económicas de actualidad y para contribuir a documentar el debate sobre política monetaria. Por ejemplo, si los datos de la EPE correspondientes a diferentes variables se analizan conjuntamente, se puede deducir cómo considera la comunidad de expertos en previsión económica que están evolucionando las relaciones entre variables fundamentales como el crecimiento y la inflación o el desempleo y el crecimiento salarial. Así pues, la EPE sigue siendo hoy tan útil para el análisis económico y tan relevante para el debate sobre política monetaria como la primera vez que se publicó hace veinte años.

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

2 Los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales en una unión monetaria

Mario Alloza, Bogdan Cozmanca, Marien Ferdinandusse y Pascal Jacquinot

En este artículo se describen los principales canales de transmisión de los efectos de desbordamiento (spillovers) de las políticas fiscales nacionales a otros países dentro de una unión monetaria, y se investiga su magnitud utilizando distintos modelos. En el contexto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), estos efectos son relevantes para analizar con precisión las perspectivas cíclicas de los países de la zona del euro, así como para los debates sobre un cambio coordinado en la orientación de la política fiscal y la creación de una capacidad fiscal para la zona. El artículo se centra en los efectos de desbordamiento de las expansiones basadas en el gasto en las economías más grandes de la zona del euro y presenta dos ejercicios complementarios. En el primero se describe un estudio empírico de los efectos de desbordamiento a partir de una nueva y extensa serie de datos para estas economías, mientras que en el segundo se utiliza un modelo de equilibrio general multipaís con especificaciones fiscales detalladas y capacidad para analizar los efectos transmitidos a través del comercio. De los análisis presentados en este artículo se concluye que los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales son heterogéneos, aunque positivos, en general, entre los países más grandes de la zona del euro. La reacción de los tipos de interés a una expansión fiscal es un importante factor determinante de la magnitud de estos efectos.

Introducción

Los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales en los distintos países han recibido una atención creciente en los últimos años. Es natural que conocer el impacto de las políticas fiscales de un país sobre el producto de otros Estados miembros de una unión monetaria sea una cuestión de gran interés para el banco central responsable de formular una política monetaria única, ya que le permite evaluar mejor la evolución económica de la zona del euro, y contribuye al análisis de los riesgos para la estabilidad de precios. Además, estos efectos de desbordamiento se han de tener en cuenta a la hora de valorar la orientación general de la política fiscal de la zona del euro²². Por último, la magnitud de estos efectos es importante cuando se analiza el impacto estabilizador de las políticas fiscales nacionales. Si son reducidos, la existencia de una función de estabilización fiscal centralizada capaz de prestar apoyo a los estabilizadores económicos nacionales en presencia de grandes perturbaciones económicas incrementaría la capacidad de resistencia de la Unión Económica y Monetaria (UEM)²³.

²² Para más información sobre el debate relativo a la orientación de la política fiscal de la zona del euro, véanse el artículo «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, y K. Bańkowski y M. Ferdinandusse, «[Euro area fiscal stance](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 182, BCE, 2017.

²³ Para un análisis sobre la compartición de riesgos en la UEM, véase J. Cimadomo, S. Hauptmeier, A. A. Palazzo y A. Popov, «[Risk sharing in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2018.

Los efectos de las políticas fiscales nacionales se transmiten a otros países a través de distintos canales. El comercio es un importante canal de transmisión entre países, ya que una expansión fiscal en un país se traduce en un aumento de las importaciones de otros países. Una orientación expansiva de la política fiscal también puede provocar un incremento de los precios internos y del tipo de cambio efectivo real, reforzando los efectos de desbordamiento, ya que el país que aplica los estímulos pierde competitividad frente a los demás países. Además, habida cuenta de sus repercusiones sobre los precios, es importante tener en cuenta la respuesta de la política monetaria. Es posible que, ocasionalmente, los tipos de interés no reaccionen a las variaciones de precios derivadas de medidas de política fiscal, por ejemplo, si la economía se ve restringida por el límite inferior efectivo²⁴ de dichos tipos.

La literatura empírica sobre los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales está relativamente poco desarrollada. Aunque el número de estudios empíricos sobre la magnitud de estos efectos ha aumentado en los últimos años, todavía es limitado y sus resultados no son fácilmente comparables. Los diferentes métodos de identificación de las perturbaciones fiscales y la presentación de los resultados con arreglo a distintos parámetros acrecientan la dificultad de generalizar las conclusiones de la literatura. Uno de los objetivos de este artículo es hacer un repaso de la literatura empírica más relevante en este ámbito. En aras de la simplicidad, este análisis parte de un supuesto de expansión fiscal basada en el gasto²⁵.

Las estimaciones de los efectos de desbordamiento de un incremento del gasto público indican que estos suelen ser positivos, aunque, por lo general, reducidos. Diversos estudios han estimado los efectos de desbordamiento de la política fiscal derivados de un aumento del gasto público a través del canal comercial para un panel de países. Por ejemplo, a partir de datos anuales del período comprendido entre 1965 y 2004, Beetsma, Giuliadori y Klaassen estiman que una expansión fiscal basada en un gasto del 1 % del PIB en Alemania daría lugar a un incremento del producto del 0,15 %, en promedio, en otras economías europeas al cabo de dos años, mientras que el impacto de una expansión con origen en Francia sería del 0,08 %²⁶. Basándose en datos trimestrales para el período 2000-2016 sobre 55 países, el Fondo Monetario Internacional (FMI) señala que un incremento del gasto público del 1 % del PIB en una de las principales economías avanzadas se traduciría en un avance del 0,15 % del PIB en un país receptor medio en el primer año²⁷. Auerbach y Gorodnichenko llegan a la conclusión

²⁴ En este análisis no se consideran las medidas de política monetaria no convencionales que pueden reducir las restricciones del límite inferior efectivo.

²⁵ En general, se considera que los efectos de desbordamiento de las variaciones de los ingresos tributarios, en los que no se centra este artículo, son notablemente inferiores a los derivados del gasto público, ya que un recorte de impuestos afecta a la demanda agregada a través de las decisiones de ahorro y de gasto de los hogares y las empresas, que generan más retrasos e incertidumbre que el impacto directo de un aumento del gasto público. Para un análisis de los canales de transmisión de los efectos de contagio de las políticas fiscales y su impacto macroeconómico durante la consolidación presupuestaria de los países de la zona del euro en 2010-2013, véase M. G. Attinasi, M. Lalik e I. Vetlov, «Fiscal spillovers in the euro area: a model-based analysis», *Working Paper Series*, n.º 2040, BCE, 2017.

²⁶ Véase R. Beetsma, M. Giuliadori y F. Klaassen, «Trade spill-overs of fiscal policy in the European Union: a panel analysis», *Economic Policy*, vol. 21, número 48, 2006, pp. 640-687.

²⁷ Véase Fondo Monetario Internacional, «Cross-border impacts of fiscal policy: Still relevant?», *Perspectivas de la economía mundial*, 2017.

de que los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales aplicadas en grandes países de la OCDE son comparables, en líneas generales, con los resultados obtenidos por el FMI²⁸.

Las estimaciones sobre los efectos de desbordamiento muestran que estos son heterogéneos. La magnitud estimada de estos efectos varía y su heterogeneidad está relacionada con los vínculos comerciales, el estado de la economía y la reacción de la política monetaria. Beetsma *et al.* consideran que, al cabo de dos años, los efectos de desbordamiento procedentes de Alemania serían equivalentes al 0,4 % del PIB, aproximadamente, en economías abiertas y pequeñas que comparten frontera terrestre con el país, como Austria, Bélgica y Países Bajos. Auerbach y Gorodnichenko llegan a la conclusión de que la magnitud de estos efectos es particularmente elevada en los períodos de recesión y bastante modesta en los de expansión. El estudio del FMI concluye que el impacto es hasta cuatro veces mayor cuando la política monetaria se encuentra en su límite inferior efectivo (0,3 % después de un año), en comparación con épocas normales (0,08 %)²⁹.

Diversos estudios ofrecen perspectivas adicionales sobre los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales a partir de modelos teóricos de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE). Los modelos DSGE multipaís con especificaciones detalladas pueden proporcionar más información sobre los factores determinantes de los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales que métodos empíricos como los modelos de vectores autorregresivos (VAR), que incorporan diferentes efectos coadyuvantes difíciles de separar. Sin embargo, los modelos DSGE pueden presentar el inconveniente de imponer supuestos restrictivos que no siempre tienen una base empírica sólida. Con frecuencia, los estudios basados en modelos DSGE consideran que los efectos de desbordamiento son más reducidos en épocas normales que los basados en las estimaciones del modelo VAR, pero de mayor magnitud cuando los tipos de interés no reaccionan³⁰. Esto se explica, en parte, por el hecho de que los modelos estructurales solo incluyen efectos de desbordamiento a través del comercio, mientras que los modelos VAR incluyen también otros efectos, como el contagio financiero.

Conclusiones

En este artículo se analizan los principales canales de transmisión de los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales nacionales a otros países en una unión monetaria. Las estimaciones basadas en un nuevo conjunto de datos

²⁸ Véase A. J. Auerbach e Y. Gorodnichenko, «[Output Spillovers from Fiscal Policy](#)», *American Economic Review*, vol. 103, n.º 3, 2013, pp. 141-46. Para una comparación de los resultados del estudio del FMI con los de Auerbach y Gorodnichenko, véase P. Blagrove, G. Ho, K. Koloskova y E. Vesperoni, «[Fiscal Spillovers: The Importance of Macroeconomic and Policy Conditions in Transmission](#)», *Spillover Notes*, n.º 11, Fondo Monetario Internacional, 2017.

²⁹ El límite inferior efectivo es aquel en el que los tipos de interés se sitúan en el cuartil inferior de la distribución.

³⁰ Véanse, por ejemplo, Fondo Monetario Internacional, «[Cross-border impacts of fiscal policy: Still relevant?](#)», *Perspectivas de la economía mundial*, 2017, y J. In 't Veld, «[Public Investment Stimulus in Surplus Countries and their Euro Area Spillovers](#)», *Economic Briefs*, n.º 16, Asuntos Económicos y Financieros, Comisión Europea, 2016.

confirman las conclusiones de estudios anteriores de que las medidas fiscales pueden tener efectos de desbordamiento positivos en los países de mayor tamaño de la zona del euro. Las medidas relacionadas con el gasto adoptadas en una de las cuatro economías más grandes de la zona tienen, en general, un efecto positivo —aunque reducido— sobre el producto de los demás países. La magnitud de este efecto puede ser mayor si aumenta el número de países que aplica medidas fiscales simultáneamente.

La pequeña magnitud de los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales demuestra la conveniencia de establecer una capacidad fiscal centralizada.

La reacción de los tipos de interés es un destacado determinante de la magnitud de estos efectos. Un ejemplo basado en una regla de Taylor muestra que son reducidos cuando los tipos de interés reaccionan a variaciones de la inflación y del producto inducidas por la política fiscal, aunque se amplifican si no se espera que los tipos reaccionen a una perturbación fiscal. Esto refuerza el argumento de que los países pertenecientes a una unión monetaria deben aplicar políticas fiscales contracíclicas en épocas de bonanza, constituir colchones fiscales y alcanzar una posición presupuestaria saneada que pueda utilizarse para estabilizar la economía en fases contractivas. Además, el hecho de que los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales generalmente sean reducidos también sugiere que una capacidad fiscal centralizada puede ser un mecanismo importante para potenciar los efectos internos de las políticas fiscales.

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

© Banco Central Europeo, 2019

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 información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 23 de enero de 2019.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-19-001-ES-N (edición electrónica)