

Recuadros

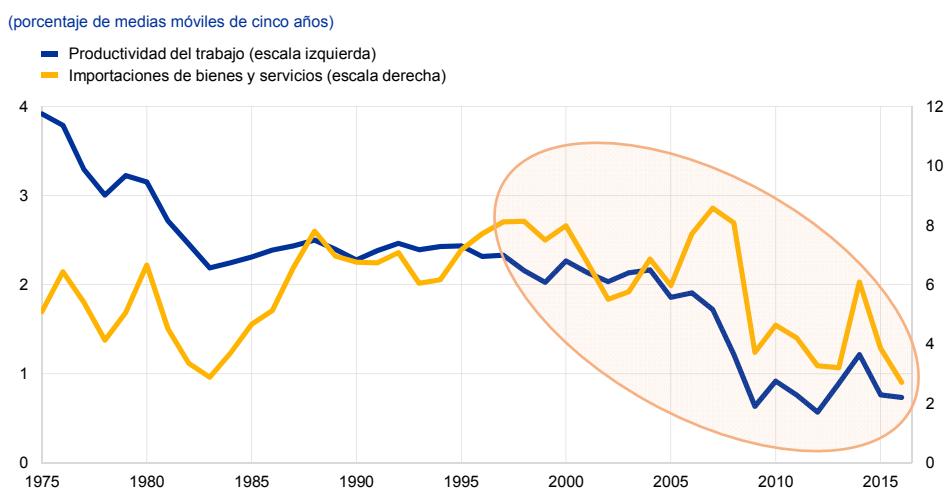
1 ¿Influye el comercio en el crecimiento de la productividad?

En este recuadro se analiza el impacto del comercio sobre el crecimiento de la productividad del trabajo a medio plazo en las principales economías emergentes y avanzadas, en un entorno de menor productividad y de contracción del comercio a escala mundial. La teoría económica sugiere que existe una relación positiva entre estas dos variables y que una mayor participación en el comercio internacional aumenta la productividad.

El crecimiento de la productividad del trabajo y del comercio mundial ha perdido impulso desde finales de los años noventa. Esta desaceleración se intensificó notablemente después del estallido de la crisis financiera mundial en 2007. La productividad laboral —que se define como el PIB real dividido por el número de trabajadores— disminuyó en las economías avanzadas desde tasas que se mantuvieron prácticamente estables en torno al 2 % antes de la crisis, hasta niveles inferiores al 1 %. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de las importaciones de la OCDE se redujo desde aproximadamente el 7 % observado en las dos décadas anteriores a la crisis financiera hasta situarse por debajo del 3 % en los últimos años (véase gráfico A).

Gráfico A

Crecimiento de la productividad del trabajo y del comercio en las economías avanzadas



Fuentes: Cálculos del BCE, OCDE y The Conference Board 2016.

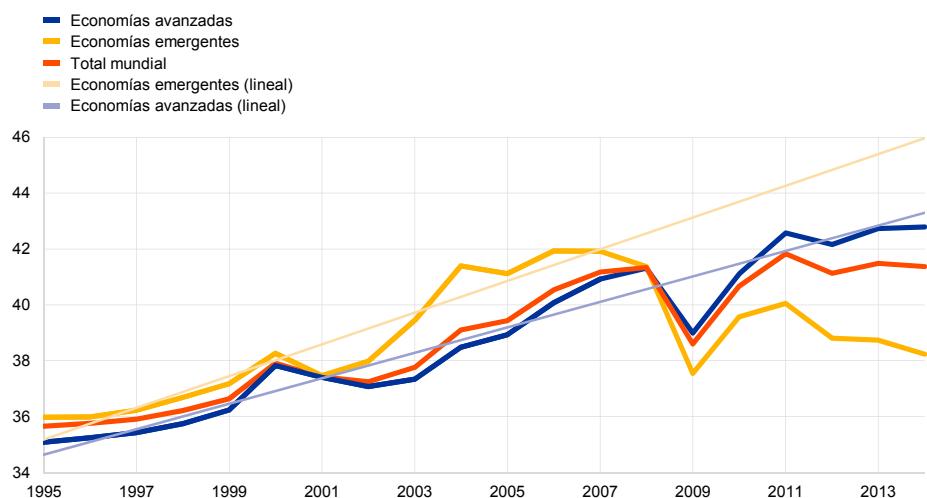
Notas: La productividad del trabajo es una media ponderada de las economías avanzadas que se basa en el PIB en términos de paridad del poder adquisitivo y se refiere al producto por trabajador.

Una característica fundamental de la desaceleración del comercio mundial ha sido el reciente estancamiento de la expansión de las cadenas globales de valor (CGV). En los últimos años, el porcentaje del comercio mundial relacionado

con las CGV ha oscilado en torno al 41 % (véase gráfico B). Un análisis más detallado revela discrepancias importantes entre países. Mientras que en las economías avanzadas esta proporción se ha mantenido en niveles más próximos a la tendencia observada antes de la crisis, en las economías emergentes parece que la fragmentación internacional de las cadenas de producción se ha ralentizado e incluso invertido parcialmente después de la crisis financiera.

Gráfico B
Participación en las cadenas globales de valor

(comercio relacionado con las CGV en porcentaje del comercio mundial)



Notas: La participación en las CGV se calcula sumando el contenido importador de las exportaciones a la cuota de exportaciones que son transformadas y posteriormente reexportadas por los socios comerciales. Los datos subyacentes se presentan en términos nominales; el indicador se ha ajustado para excluir el valor añadido de los sectores energéticos y evitar así que las variaciones de los precios del petróleo introduzcan distorsiones en el indicador.

La teoría económica apunta a que existe una relación positiva entre el comercio y la productividad, ya que se considera que los intercambios comerciales incrementan la productividad. Los modelos recientes que analizan la conexión entre el comercio y la productividad se centran en el efecto del comercio sobre la competencia. Esta línea de investigación defiende que una mayor exposición al comercio de bienes aumenta la competencia entre empresas heterogéneas, lo que provoca una reasignación de los recursos hacia las empresas más productivas, mientras que las menos productivas se ven obligadas a abandonar el mercado (véase, por ejemplo, Melitz²; Melitz y Ottaviano³, entre otros). La mayor competencia procedente de los productos importados favorece la inversión de las empresas en mejoras tecnológicas, mientras que la disponibilidad de una mayor variedad de bienes intermedios puede reducir los costes de estos bienes. Por lo que respecta a las exportaciones, la posibilidad de expandirse a mercados (de exportación) de mayor tamaño proporciona incentivos para mejorar la eficiencia o la calidad de la producción, aumentando así la productividad dentro de las empresas.

² M. Melitz, «The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity», *Econometrica*, vol. 71, n.º 6, 2003, pp. 1695-1725.

³ M. Melitz y G. Ottaviano, «Market size, trade, and productivity», *Review of Economic Studies*, vol. 75, 2008, pp. 295-316.

Dada la mayor disponibilidad de datos sobre la participación en las CGV, una línea más reciente de la literatura examina el vínculo entre la productividad y la interacción de las empresas dentro de las cadenas de producción mundiales. La productividad aumenta como consecuencia de la interacción de las empresas dentro de las cadenas de producción mundiales a través de dos mecanismos. En primer lugar, cuando se externalizan partes de la producción a proveedores internacionales se obtienen ganancias de eficiencia en forma de reducción de costes o de mejora de la calidad y, por tanto, crece la productividad. En segundo lugar, la participación en cadenas de producción internacionales suele conllevar un desbordamiento (*spillover*) de conocimientos, que reduce la distancia a la frontera tecnológica y, en consecuencia, impulsa la productividad de las empresas. La literatura que estudia la conexión entre la participación en las CGV, el comercio y la productividad es muy reciente. Por ejemplo, Schwörer⁴ utiliza datos europeos para encontrar evidencia de que la deslocalización de determinadas actividades puede aumentar la productividad de las empresas. Constantinescu *et al.*⁵ observan que la participación en las CGV está asociada a una mayor productividad del trabajo a escala mundial.

Para investigar los diversos canales de transmisión entre el crecimiento del comercio y el de la productividad se utiliza un modelo empírico. En concreto, el modelo base que se ha empleado es una regresión con datos de panel con efectos fijos que explica la productividad del trabajo con distintas variables relativas al comercio que reflejan los canales de importación y de exportación, así como el comercio relacionado con las CGV. Se utilizaron dos indicadores de la participación en las CGV: uno refleja el contenido importador de las exportaciones (participación hacia atrás o *backward* en las CGV) mientras que el otro añade las exportaciones que son transformadas y posteriormente reexportadas por los socios comerciales (participación hacia delante o *forward* en las CGV). La muestra de datos es anual y abarca 13 sectores manufactureros de un conjunto de 40 economías avanzadas y emergentes durante el período comprendido entre 1996 y 2007. Siguiendo a Bernard, Jensen y Schott⁶, los datos se dividen en períodos de tres años que no se solapan y la variación de las variables relativas al comercio y las CGV en un trienio determinado explica los cambios de la productividad durante los tres años siguientes⁷.

Los resultados sugieren que existe una relación positiva y significativa entre la productividad y el comercio internacional (en términos reales). En el caso del sector manufacturero (excluidas las industrias relacionadas con el petróleo), la regresión de la columna (1) del cuadro A muestra un vínculo positivo entre las tasas de crecimiento del total de exportaciones y del total de importaciones de bienes y servicios, por un lado, y el crecimiento de la productividad del trabajo, por otro. Cuando se divide el comercio entre bienes finales y bienes intermedios, los resultados muestran que las importaciones en términos reales de los servicios y

⁴ T. Schwörer, «Offshoring, domestic outsourcing and productivity: evidence for a number of European countries», *Review of World Economics*, vol. 149, 2013, pp. 131-149.

⁵ C. Constantinescu, A. Mattoo, y M. Ruta, «Does vertical specialization increase productivity?», Banco Mundial, *Policy Research Working Paper* 7978, 2017.

⁶ A. Bernard, J. Jensen y P. Schott, «Trade costs, firms and productivity», *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, 2006, pp. 917-937.

⁷ Esta modelización evita problemas de endogeneidad y refleja la posible dimensión temporal en la que se materializan la transmisión de conocimientos y los efectos de la competencia.

bienes intermedios son las que más influyen en la productividad, lo que sugiere que las ganancias de eficiencia más importantes que se derivan del comercio se obtienen gracias a la mayor competencia en el mercado interno y al acceso a costes de bienes intermedios más reducidos.

Entre las distintas variables relativas al comercio, los intercambios comerciales relacionados con las CGV son el factor que más afecta a la productividad y, por tanto, a la actividad. Si se dividen las importaciones de bienes intermedios entre las relacionadas y las no relacionadas con las CGV, solo las primeras son estadísticamente significativas en términos de la productividad del trabajo. Esto indicaría que, aparte de las mejoras de la productividad que se logran a través del canal de los costes de los bienes intermedios, la integración internacional de los procesos de producción ofrece una fuente adicional de aumento de la productividad del trabajo, posiblemente mediante los efectos de la transmisión de conocimientos. *Ceteris paribus*, un incremento de 10 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento del comercio relacionado con las CGV aumenta el crecimiento de la productividad en alrededor de 0,5 puntos porcentuales. Los resultados son cualitativamente similares para la participación tanto *backward* como *forward* en las CGV.

Cuadro

Resultados de la regresión; sector manufacturero (excluido el petróleo)

(variable dependiente: productividad del trabajo; todas las variables están expresadas en diferencias logarítmicas; todas las variables relativas al comercio y las CGV están desfasadas un período)

	Todos los países				Economías avanzadas		BRIC	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(3)	(4)	(3)	(4)
Capital/asalariado	0,405***	0,404***	0,410***	0,411***	0,289***	0,291***	0,332***	0,326***
Total exportaciones	0,052**							
Total importaciones	0,007							
Exportaciones finales		-0,014						
Exportaciones intermedias		0,029						
Importaciones finales	-0,005	-0,004	-0,004		-0,026	-0,026	-0,072	-0,070
Importaciones intermedias		0,076*						
Importaciones intermedias no relacionadas con CGV			0,015	0,015	0,025*	0,025*	0,040	0,039
Participación backward en CGV			0,045**		0,041*		0,136*	
Participación forward en CGV				0,054**		0,049*		0,152
Observaciones	1032	1032	1012	1012	728	728	104	104
R²	0,450	0,453	0,459	0,460	0,467	0,468	0,468	0,468

Fuente: Estimaciones de expertos del BCE.

Notas: La muestra corresponde al período comprendido entre 1996 y 2007 que se divide en cuatro medias de períodos de tres años. La regresión incluye efectos fijos a nivel de país y período para captar las diferencias de tecnología en los distintos países y períodos de tiempo. Los efectos fijos a nivel de sector se han eliminado de la regresión porque no eran significativos. Todas las variables se presentan en términos reales. Los asteriscos indican significatividad estadística al 10 % (un asterisco), al 5 % (dos asteriscos) y al 1 % (tres asteriscos) basada en errores estándar robustos.

Sin embargo, la importancia relativa de los indicadores del comercio relacionado con las CGV para la productividad difiere entre las economías avanzadas y las grandes economías emergentes. En las economías avanzadas, el indicador más amplio para aproximar el comercio relacionado con las CGV (que incluye la participación *forward*) tiene un impacto sobre la productividad algo más pronunciado que el indicador más reducido (participación *backward*), lo que se explicaría por el efecto positivo que ejerce el aprendizaje mediante la exportación. Entre las principales economías emergentes (Brasil, Rusia, India y China, denominadas «BRIC»), la magnitud de los coeficientes estimados para el indicador de participación *backward* en las CGV es significativamente mayor que en las economías avanzadas, lo que sugiere que, en estos países, la productividad se ve más beneficiada por la participación *backward*, mientras que el indicador más amplio para aproximar el comercio relacionado con las CGV resulta ser ligeramente insignificante.

En conjunto, el análisis sugiere que el comercio mundial y, en particular, la participación en las CGV afectan de forma considerable a la productividad del trabajo a medio plazo. Por lo tanto, un nuevo debilitamiento del comercio internacional —por ejemplo, si se incrementa el uso de medidas proteccionistas— podría suponer costes económicamente significativos en términos de menor crecimiento de la productividad del trabajo.

2

El ajuste del programa de compra de activos del BCE

En su reunión del 26 de octubre de 2017, el Consejo de Gobierno del BCE decidió ajustar el programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés). Confirmó que las compras que se efectúen en el marco del APP seguirán realizándose al ritmo actual de 60 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre de 2017 y que, a partir de enero de 2018, se pretende que las compras netas de activos continúen a un ritmo mensual de 30 mm de euros hasta septiembre de 2018, o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en cualquier caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. En consonancia con comunicaciones recientes, el Consejo de Gobierno reiteró su disposición a ampliar el APP en términos del volumen de las adquisiciones y/o la duración del programa si las perspectivas pasan a ser menos favorables o si las condiciones financieras dejan de ser acordes con nuevos avances hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación. El Consejo de Gobierno también confirmó que el Eurosistema reinvertirá los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo durante un período prolongado una vez finalizadas sus compras netas de activos y, en cualquier caso, mientras sea preciso para contribuir a que las condiciones de liquidez sean favorables y para mantener una orientación adecuada de la política monetaria. En este recuadro se explican los fundamentos de la decisión del Consejo de Gobierno de ajustar el APP y los principales canales de transmisión del programa.

Fundamentos para ajustar el APP

En enero de 2015, el Consejo de Gobierno decidió poner en marcha el APP con el fin de abordar los riesgos de que se registrara un período demasiado prolongado de inflación baja. Entre marzo de 2015 y marzo de 2016, el Eurosistema adquirió valores de los sectores público y privado a un ritmo de 60 mm de euros mensuales. Para acelerar el retorno de las tasas de inflación a niveles acordes con la definición de estabilidad de precios del BCE, las compras mensuales se incrementaron a 80 mm de euros entre abril de 2016 y marzo de 2017. En diciembre de 2016, el Consejo de Gobierno anunció un ajuste del APP por el que se ampliaban las compras netas hasta diciembre de 2017 a un ritmo menor, de 60 mm de euros mensuales. Tras la decisión adoptada el 26 de octubre de 2017, el importe mensual de las adquisiciones se reducirá a 30 mm de euros a partir de enero de 2018 y las compras netas seguirán efectuándose hasta septiembre de 2018.

El ajuste del APP refleja la creciente confianza en la convergencia gradual de las tasas de inflación hacia el objetivo del BCE, como resultado de la expansión económica cada vez más sólida y generalizada, del repunte de los indicadores de la inflación subyacente, y de la transmisión continuada y efectiva de las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno a las condiciones de financiación de la economía real. Los indicadores económicos apuntan a que el ritmo de crecimiento se mantendrá en el segundo semestre de 2017. La recuperación generalizada a escala mundial debería favorecer las exportaciones de la zona del euro en los

próximos meses. El consumo privado se sustenta en el crecimiento del empleo —como consecuencia, en parte, de las reformas de los mercados de trabajo acometidas anteriormente— y en el incremento de la riqueza de los hogares. La recuperación cíclica de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y de la mejora de la rentabilidad empresarial. Aunque se dispone de evidencia adicional de que los indicadores de la inflación subyacente han repuntado, aún no han mostrado signos más convincentes de una tendencia sostenida al alza. En general, todavía es necesario un grado sustancial de acomodación monetaria para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten gradualmente y respalden la evolución de la inflación general a medio plazo de manera acorde con la definición de estabilidad de precios del BCE.

El volumen y la duración de las compras de activos se calibran con el fin de proporcionar un conjunto de rendimientos y, por lo tanto, indirectamente, unas condiciones de financiación que sean compatibles con la consecución del objetivo de inflación del BCE. Teniendo en cuenta el ajuste endógeno de todo el espectro de condiciones de mercado —incluidos los tipos de interés del crédito bancario, los valores de renta fija privada y los créditos hipotecarios, así como el tipo de cambio del euro—, la calibración del APP tiene por objeto proporcionar el grado necesario de estímulo a la economía, con el fin de contribuir a que la inflación evolucione en consonancia con la definición de estabilidad de precios del BCE.

Los canales de transmisión del APP

Se puede influir en el nivel y el perfil de la curva de rendimientos actuando sobre dos componentes de los tipos de interés a largo plazo, concretamente el componente de expectativas y la prima por plazo. El primero refleja las expectativas del mercado sobre la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo, que se ven afectados de forma más directa por los tipos de interés oficiales. La prima por plazo refleja el exceso de rentabilidad que reciben los inversores para compensar la exposición al riesgo de duración, es decir, las pérdidas que podrían producirse en carteras de bonos con un vencimiento residual largo en caso de que los tipos de interés aumentasen de manera inesperada.

Mediante la adquisición de bonos a largo plazo, el Eurosistema absorbe parte del riesgo de duración que en caso contrario tendrían que asumir los inversores privados. Al anunciar, en el contexto del APP, la retirada de cierta cantidad de bonos a largo plazo en un horizonte determinado —y, con ello, una parte del riesgo de duración que de lo contrario tendría que ser asumida por el mercado—, el BCE puede influir en la prima por plazo y en la curva de rendimientos en general. Al reducir la prima por plazo, el APP ejerce presión sobre los tipos de interés a largo plazo para hacer más asequible la financiación a largo plazo, y de este modo fomenta la inversión y el consumo de bienes duraderos. Al disminuir los bonos a largo plazo disponibles en general, los inversores privados tienen un balance con más capacidad para cubrirse frente al riesgo de duración que permanece en el mercado y mayor capacidad de asunción de riesgos para reasignar fondos a otras inversiones, incluida la adquisición y la financiación de capital

productivo. Este proceso de recomposición de las carteras es el mecanismo clave para propagar la flexibilización, derivada de la extracción de duración a través de las intervenciones cuantitativas, a toda la economía.

En general, la decisión del Consejo de Gobierno refleja la valoración de que todavía debe materializarse plenamente un ajuste sostenido de la senda de inflación. Esta valoración se basa en el contraste de la evolución más reciente de la inflación con cuatro criterios: en primer lugar, que la inflación general se dirige hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %, en un horizonte de medio plazo significativo; en segundo lugar, que hay un grado suficiente de confianza en que la convergencia será duradera y que la inflación se estabilizará en torno a dichos niveles; en tercer lugar, que la evolución de la inflación será autosostenida, en el sentido de que la trayectoria también se mantendrá pese al menor apoyo de la política monetaria, y, en cuarto lugar, que la medida utilizada es la inflación de la zona del euro, en lugar de las tasas de inflación de los países individuales. La expansión económica actual ofrece motivos para confiar en que la inflación convergerá gradualmente hacia el objetivo del BCE, pero es necesario tener paciencia. El ajuste del APP refleja el hecho de que, pese a la reducción del ritmo mensual de las compras, todavía es necesario un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten gradualmente y respalden la evolución de la inflación general a medio plazo.

3

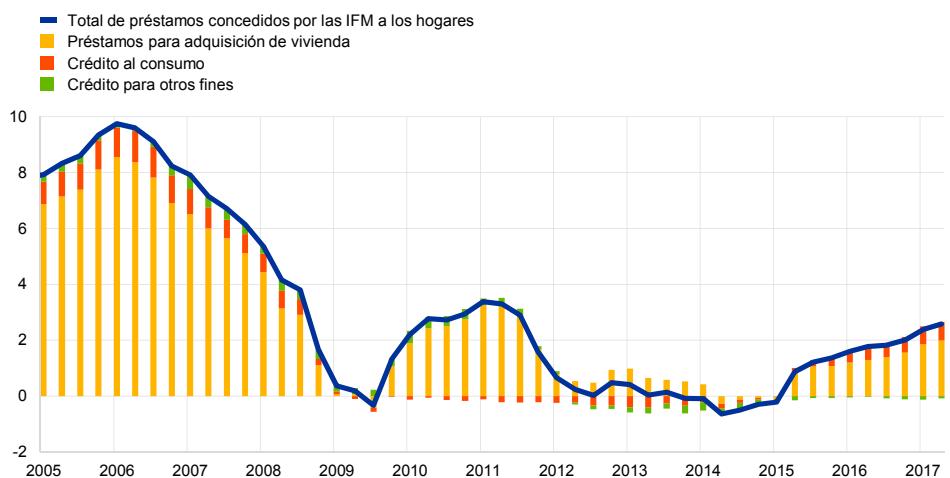
Tendencias recientes del crédito al consumo en la zona del euro

El crecimiento del crédito al consumo está cobrando impulso. La tasa de crecimiento interanual del total de créditos y préstamos (en adelante, crédito) concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) a los hogares ha seguido fortaleciéndose en los últimos meses en la zona del euro, continuando con la recuperación gradual observada desde 2014 (véase gráfico A). Por lo que respecta a los distintos componentes, el crédito para adquisición de vivienda sigue siendo, con diferencia, el que más está contribuyendo al crecimiento total de los préstamos a hogares. También se observa que el crédito al consumo ha aumentado de forma especialmente rápida en los dos últimos años, y prácticamente ha alcanzado el nivel de crecimiento registrado antes de la crisis financiera global. Con todo, su aportación al avance del crédito total a hogares continúa siendo moderada, e inferior a los niveles anteriores a la crisis. Esto se debe a dos factores: i) el crédito al consumo representa una proporción relativamente reducida del total de crédito a hogares, y ii) los préstamos para adquisición de vivienda —que constituyen el 75 % del crédito total concedido por las IFM al citado sector— han seguido incrementándose en los últimos años.

Gráfico A

Préstamos concedidos por las IFM a los hogares (por finalidades) en la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2017. Los datos anteriores a 2015 no están ajustados de titulizaciones y otras transferencias.

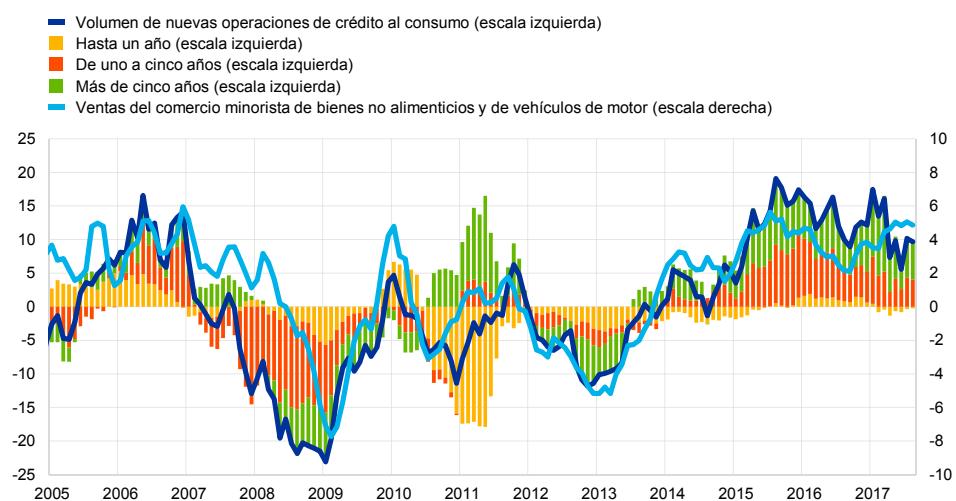
El incremento del crédito al consumo está sosteniendo la demanda de bienes de consumo duradero de los hogares. El fortalecimiento de esta modalidad de crédito ha estado impulsado por el aumento de los nuevos préstamos para consumo a medio y largo plazo (véase gráfico B), que supera por un margen significativo el volumen de amortización de estos préstamos. El crédito al consumo se utiliza principalmente para financiar compras importantes como mobiliario, electrodomésticos o vehículos de motor. La creciente demanda de este tipo de bienes, y de crédito al consumo para financiarlos, se ha visto favorecida por el

retorno de la confianza de los hogares tras la recuperación generalizada de la economía y la mejora de la situación en los mercados de trabajo, así como por unos tipos de interés del crédito bancario en niveles históricamente reducidos. Esta evolución ha estado respaldada por la orientación acomodaticia de las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales adoptadas por el BCE. Estas medidas, junto con la recuperación económica, han reducido considerablemente el riesgo de crédito de los prestatarios, y de este modo también han contribuido al incremento de la oferta de crédito y a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos.

Gráfico B

Volumen de nuevas operaciones de crédito al consumo y ventas de comercio minorista en la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

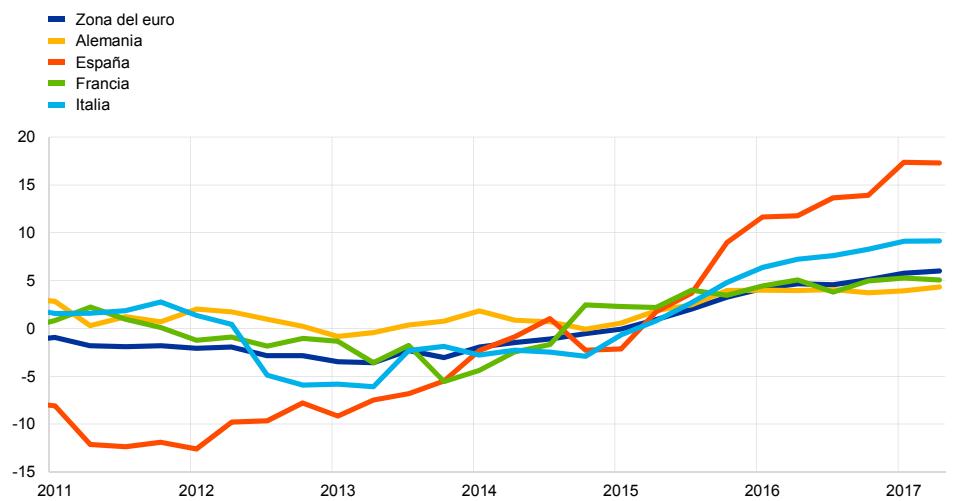
Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017. La tasa de crecimiento de las ventas del comercio minorista de bienes no alimenticios y de vehículos de motor es una media ponderada de la tasa de crecimiento de las ventas nominales al por menor de bienes no alimenticios (excepto combustible) y de la tasa de crecimiento de un índice de ventas de vehículos de motor basada en las matriculaciones de automóviles, ajustada por el correspondiente índice de precios. La ponderación se basa en la proporción relativa de estos componentes en el consumo privado.

El fortalecimiento del crédito al consumo está siendo generalizado en la zona del euro, aunque las tasas de crecimiento muestran diferencias significativas en los distintos países. El crédito al consumo ha desempeñado un papel fundamental para sostener la recuperación del total de préstamos concedidos por las IFM a los hogares en España y, en menor medida, en Italia, desde mediados de 2015. En España, el crédito al consumo está registrando tasas de crecimiento de dos dígitos (véase gráfico C). No obstante, esta sólida evolución debe considerarse en el contexto del acusado y prolongado retroceso del crédito bancario observado durante las crisis financiera y de deuda soberana de la zona del euro. El crédito al consumo es el único componente de los préstamos al sector privado cuya tasa de crecimiento interanual es positiva en España. En Italia, esta modalidad de crédito representa la mitad del crecimiento interanual del total de préstamos concedidos por las IFM a los hogares. En cambio, en Alemania y Francia, las tasas de crecimiento interanual del crédito al consumo se mantienen en niveles relativamente moderados.

Gráfico C

Crédito al consumo en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



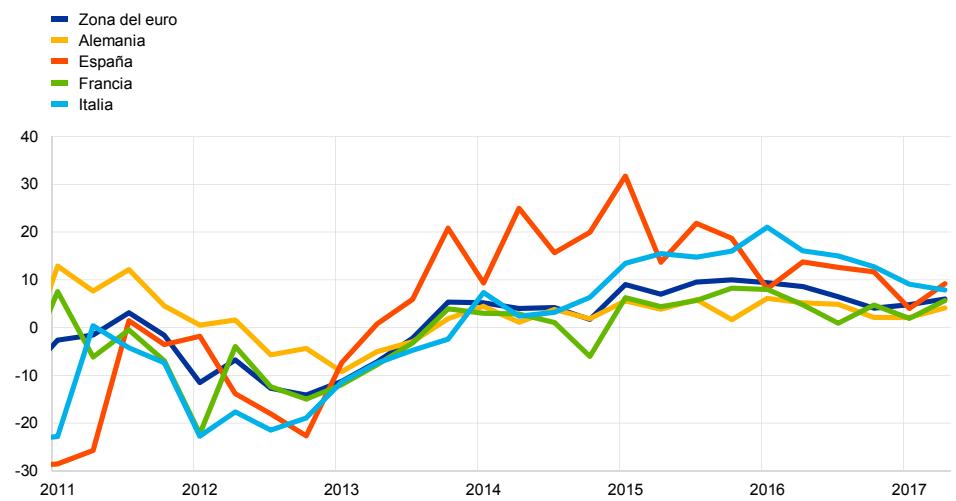
Fuente: BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2017. Los datos anteriores a 2015 no están ajustados de titulizaciones y otras transferencias.

Gráfico D

Matriculaciones de automóviles en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2017.

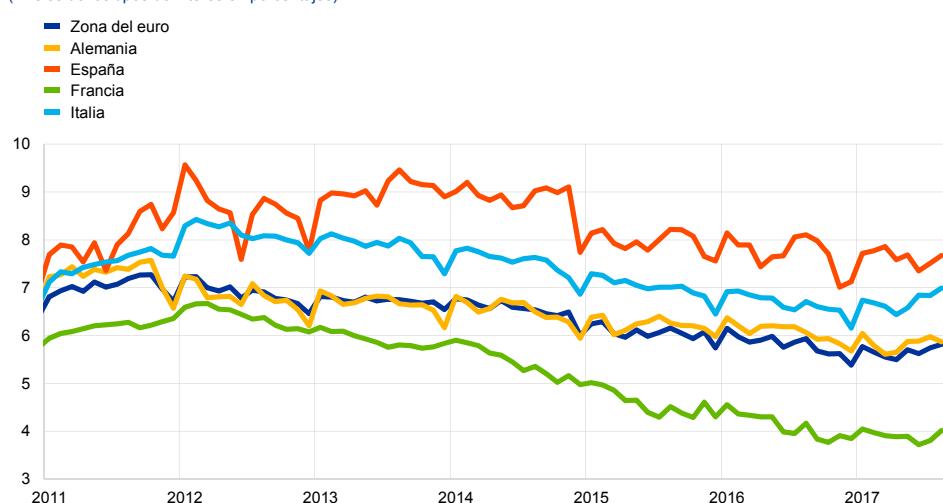
Las discrepancias observadas en la dinámica del crédito al consumo entre unos países y otros son básicamente acordes con la evolución reciente de las compras de automóviles nuevos y con los cambios observados en las condiciones de financiación. En España e Italia, las matriculaciones de automóviles han aumentado de manera pronunciada en los últimos años (véase gráfico D), coincidiendo con un crecimiento del crédito al consumo que pasó a ser positivo a principios de 2015 y que ha avanzado de forma considerable posteriormente. Los tipos de interés nominales aplicados por las entidades de crédito a los préstamos para consumo también han

disminuido en los tres últimos años, y los descensos más significativos se han registrado en Francia y en España (véase gráfico E). Desde mediados de 2015, los países en los que más se han relajado los criterios de aprobación de estos préstamos han sido España e Italia (véase gráfico F), donde se habían endurecido sustancialmente después del estallido de la crisis financiera y del deterioro de la capacidad para atender el pago de la deuda por parte de los hogares y de los balances bancarios.

Gráfico E

Tipos de interés nominales aplicados al crédito al consumo por las entidades de crédito en una selección de países de la zona del euro

(niveles de los tipos de interés en porcentajes)



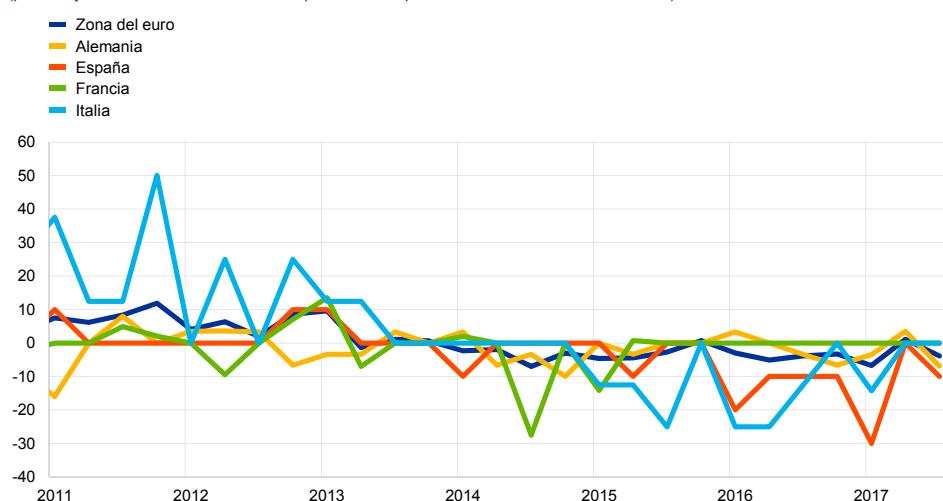
Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017.

Gráfico F

Variaciones de los criterios de aprobación del crédito al consumo en una selección de países de la zona del euro

(porcentaje neto de entidades de crédito que indicaron que los criterios se habían endurecido)



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017 y proceden de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (publicados en octubre de 2017).