

Recuadros

1

Consecuencias del aumento de las tensiones comerciales para la economía mundial

Lucia Quaglietti

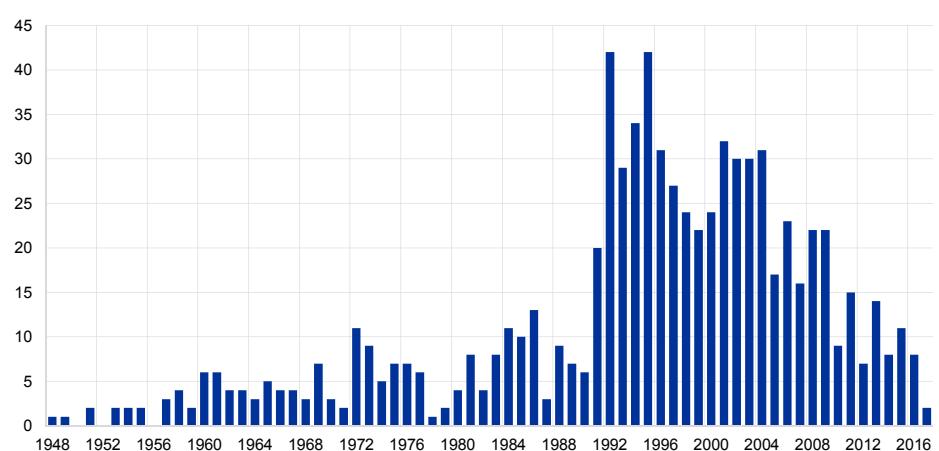
El apoyo público a la globalización ha disminuido a lo largo de la última década y las reformas de la regulación comercial se han ralentizado. Además, en las últimas semanas, el riesgo de un aumento de las tensiones comerciales se ha acentuado debido a los nuevos aranceles anunciados por la Administración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

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

Gráfico A

Acuerdos comerciales preferenciales por año de firma

(número)

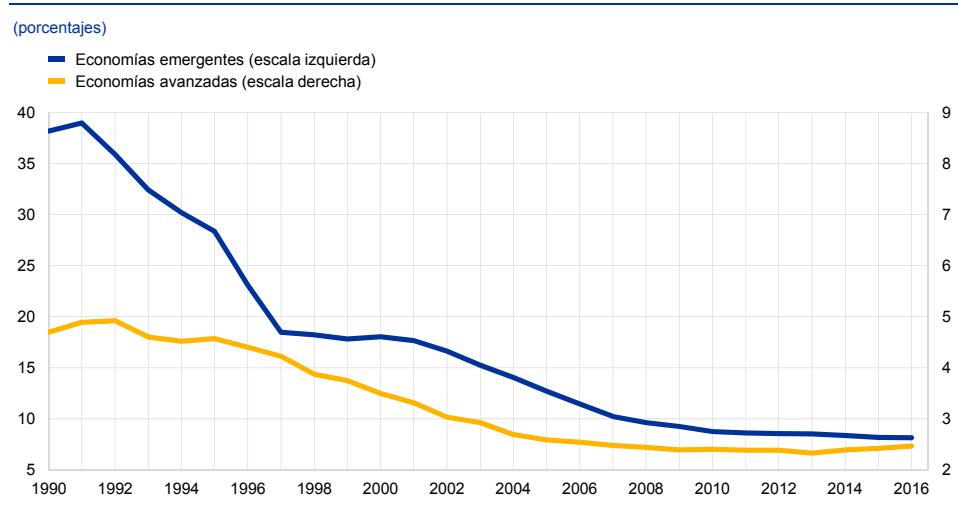


Fuente: Design of Trade Agreements Database.

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

Gráfico B

Aranceles medios aplicados en las economías avanzadas y en las emergentes



Fuente: Banco Mundial.

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

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

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

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

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

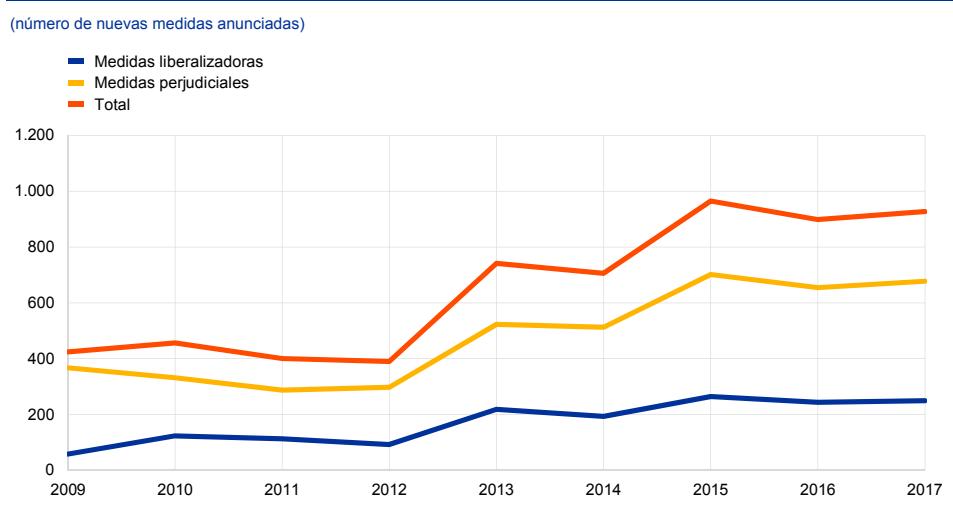
⁶ *Perspectivas de la Economía Mundial*, Fondo Monetario Internacional, octubre de 2016.

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

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

Gráfico C

Nuevas medidas comerciales anunciadas por los países del G-20



Fuente: Global Trade Alert Database.

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

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

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

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

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

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

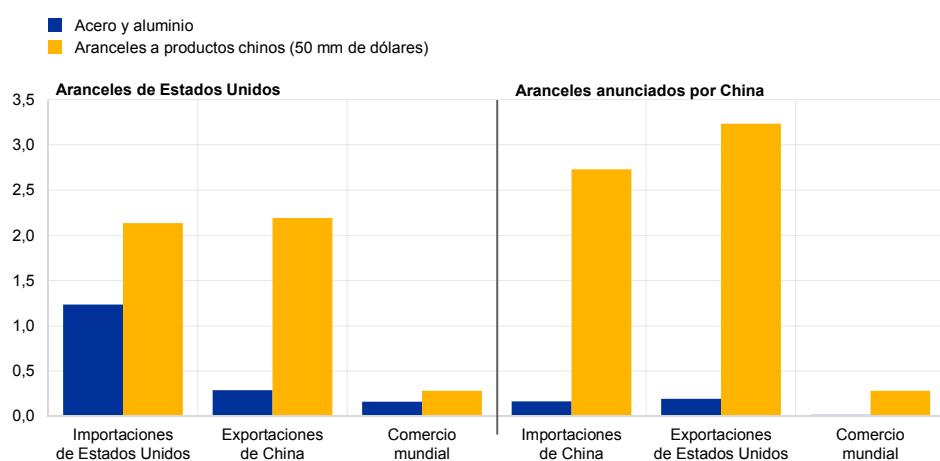
Los aranceles anunciados solo afectan a una pequeña parte del comercio estadounidense e internacional, y es probable que su impacto sea limitado.

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

Gráfico D

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

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



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

Una escalada significativa de las tensiones comerciales podría hacer descarrilar la actual recuperación del comercio y la actividad mundiales. Las simulaciones realizadas por expertos del BCE indican que en caso de producirse un aumento considerable del proteccionismo, el impacto sobre el comercio y el producto mundiales podría ser significativo. Un escenario en el que Estados Unidos

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

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

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

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

2

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

Michael Fidora y Martin Schmitz

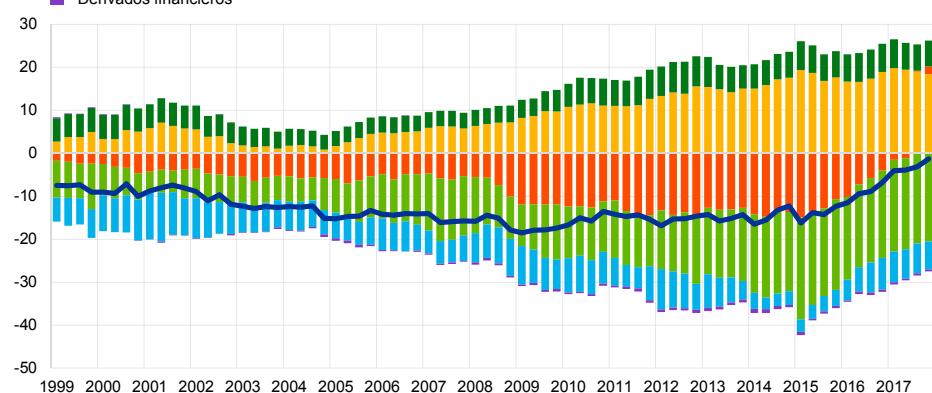
La posición de inversión internacional (PII) de la zona del euro siguió mejorando en 2017 (véase gráfico A). Al final del año, arrojaba un saldo deudor neto del 1,3 % del PIB de la zona, su nivel más bajo en términos históricos. Esta evolución se produjo después de experimentar una mejora significativa,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

Gráfico A

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

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

- Posición de inversión internacional neta
- Inversión directa
- Inversión de cartera – títulos de deuda
- Inversión de cartera – participaciones de capital y en fondos de inversión
- Otra inversión
- Activos de reserva
- Derivados financieros



Fuente: BCE.

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

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

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

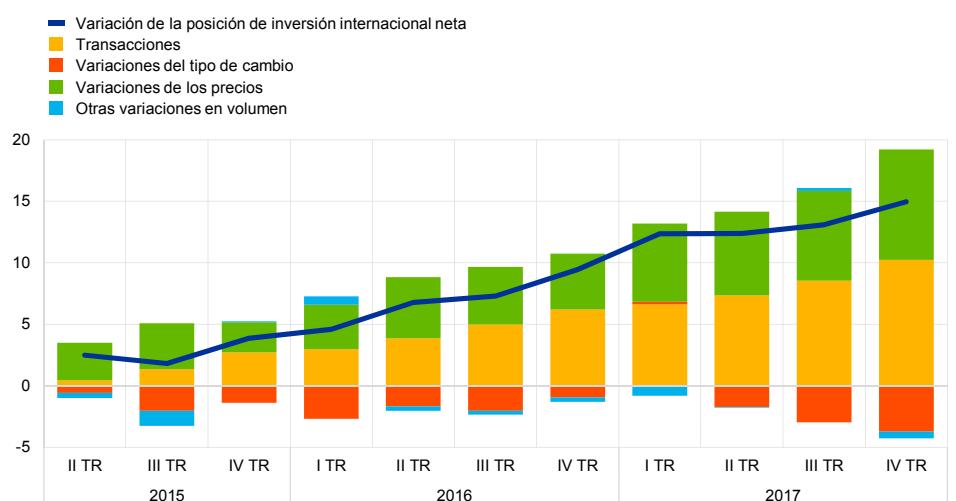
¹² «Otras variaciones en volumen» incluye, por ejemplo, reclasificaciones, saneamientos parciales, «rupturas» resultantes de cambios en las fuentes y en los métodos, así como cambios en la residencia de las empresas.

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

Gráfico B

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

(importes acumulados en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

El cambio a una posición acreedora neta en los títulos de deuda de la inversión de cartera fue resultado de una reducción de los pasivos frente a no residentes en la zona del euro y, en menor medida, de un aumento de los títulos de deuda de fuera de la zona en manos de residentes (véase gráfico C).

En concreto, el saldo vivo de títulos de deuda de la zona del euro mantenidos por no residentes en la zona disminuyó desde el 55 % del PIB de la zona del euro en el primer trimestre de 2015 hasta el 42 % del PIB al final de 2017. Al mismo tiempo, los residentes en la zona incrementaron sus tenencias de títulos de deuda de fuera de la zona del 40 % al 44 % del PIB¹⁵. Tanto por el lado del activo como por el del

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

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

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

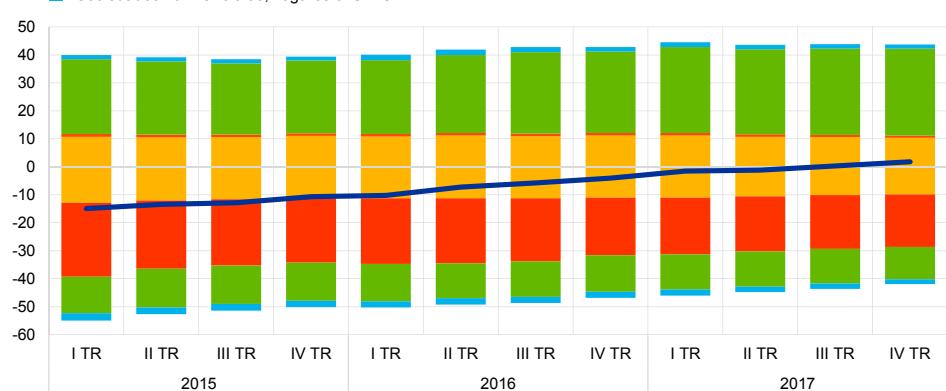
En general, los inversores de fuera de la zona del euro redujeron sus tenencias de títulos de deuda de la zona emitidos por todos los sectores, y la disminución más acusada correspondió a los títulos emitidos por las Administraciones Públicas de la zona. Esta caída fue de casi 8 puntos porcentuales del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

Gráfico C

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

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

- Posición neta
- IFM
- Administraciones Públicas
- Instituciones financieras distintas de IFM
- Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

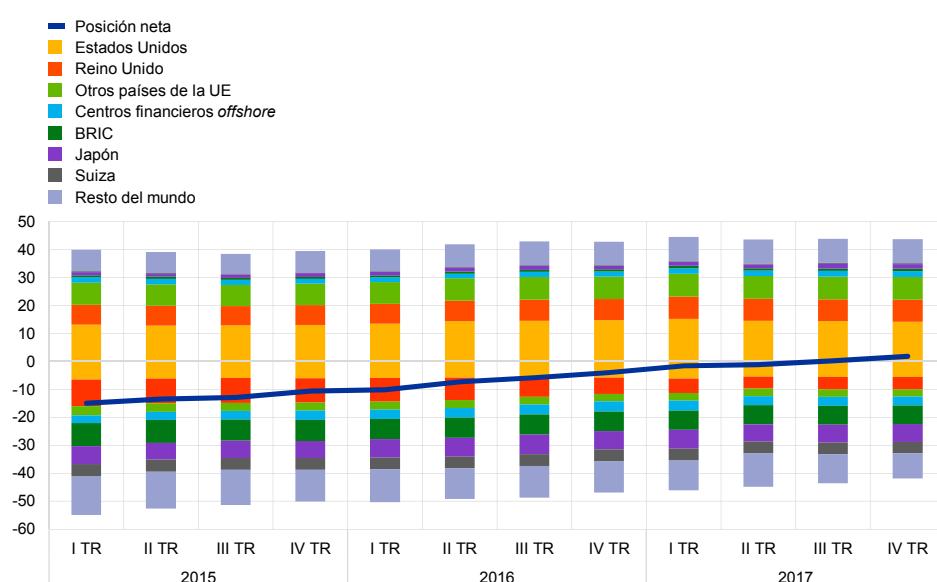
¹⁷ Véase el recuadro titulado, «Análisis de los flujos netos de inversiones de cartera de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2017.

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

Gráfico D

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

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



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

3

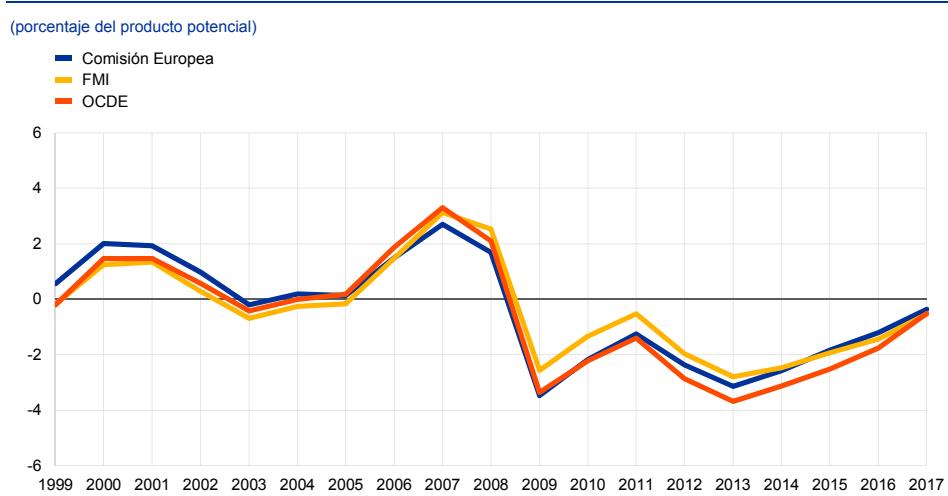
Medidas del grado de holgura de la zona del euro

Béla Szörfi y Máté Tóth

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

Gráfico A

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



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

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

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

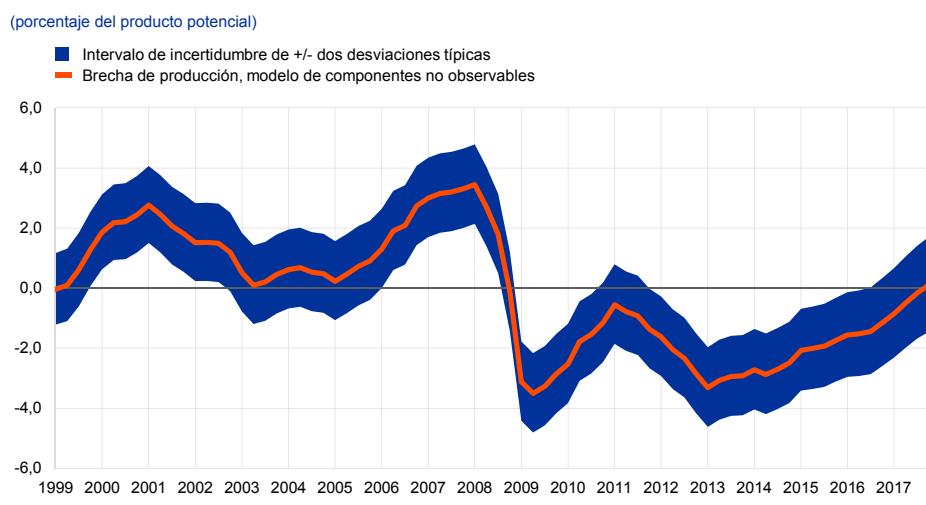
distintos de la brecha de producción, tales como las perturbaciones de costes (por ejemplo, las variaciones de los precios del petróleo), la formación de expectativas de inflación, los cambios en la capacidad de las empresas para fijar precios o —a medio y largo plazo— la evolución monetaria. Si el PIB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

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

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

Gráfico B

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



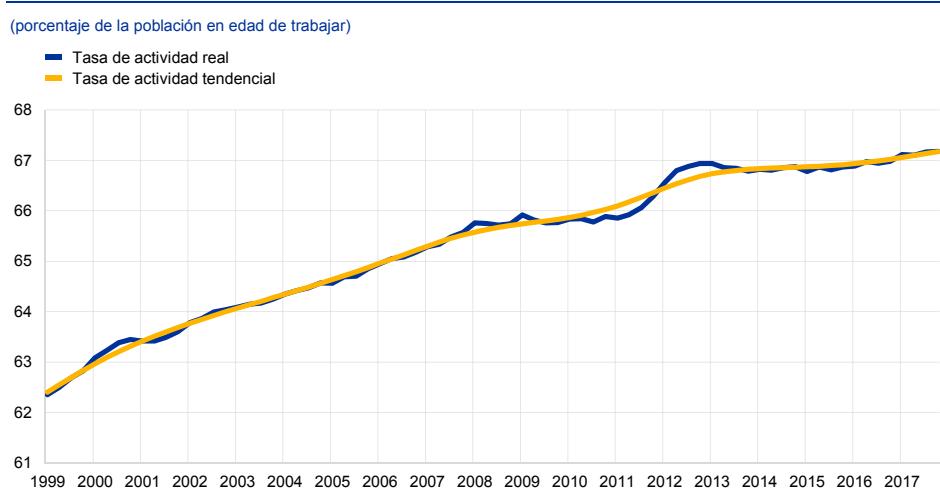
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

Gráfico C

Tasa de actividad de la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

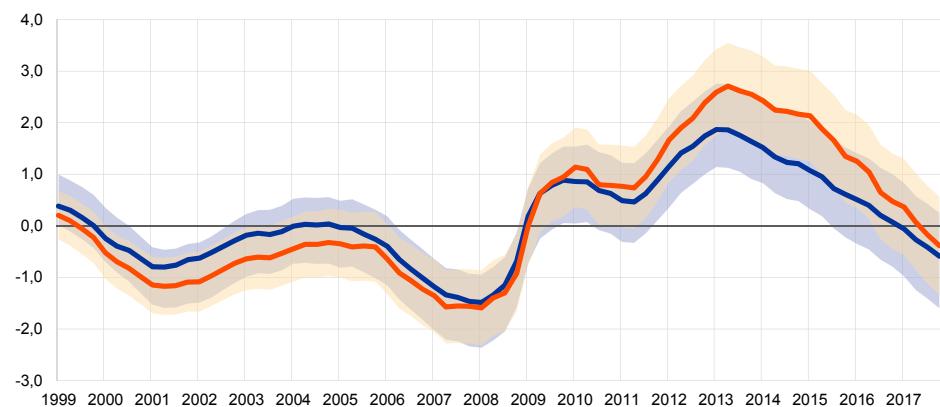
²¹ Los datos subyacentes empleados para calcular el indicador amplio de la infrautilización del trabajo se publican solo a partir del primer trimestre de 2008. Para el período anterior a ese año, los expertos del BCE realizaron un análisis retrospectivo (*backcasting*) del indicador amplio de la infrautilización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

Gráfico D

Holgura del mercado de trabajo según distintos indicadores

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

- Tasa de paro
- Indicador amplio de la infrutilización del trabajo



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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