

## Recuadros

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

Thomas Nielsen

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

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

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

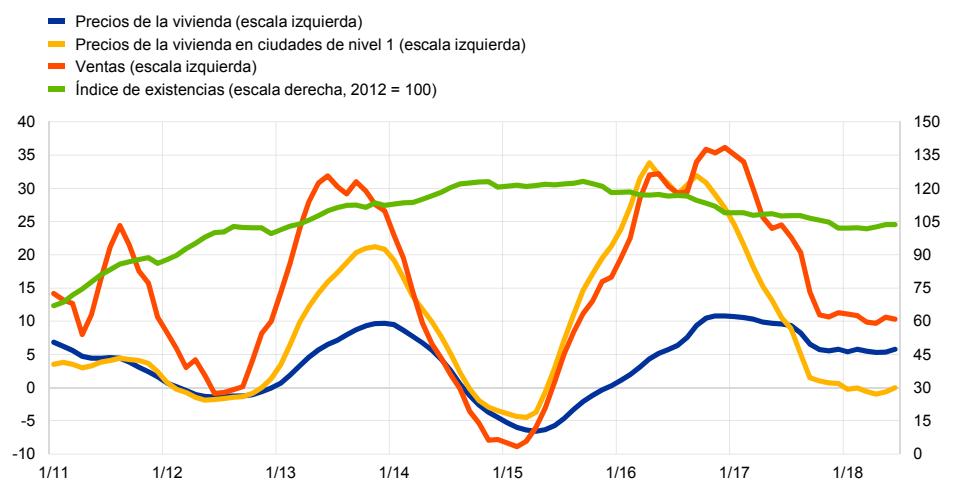
<sup>8</sup> Véase el artículo titulado «[China's economic growth and rebalancing and the implications for the global and euro area economies](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2017.

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

### Gráfico A

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

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



Fuentes: CEIC, Wind y cálculos del BCE.

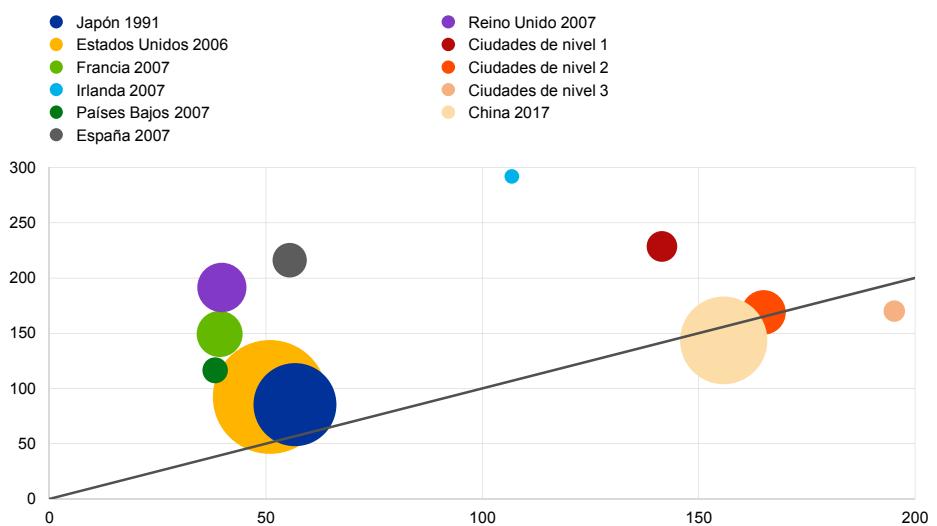
Notas: El stock se ha calculado restando las ventas de viviendas del número de viviendas iniciadas. Las ciudades de nivel 1 son las más grandes de China, en concreto Pekín, Guangzhou, Shanghái y Shenzhen. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2018.

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

## Gráfico B

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

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



Fuentes: CEIC, Haver Analytics y cálculos del BCE.

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

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

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

### Gráfico C

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

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



Fuente: Cálculos del BCE.

**Aunque el impacto económico de una corrección del mercado de la vivienda a escala nacional sería considerable, por ahora es más probable que los ajustes bruscos de los precios de las viviendas se produzcan a escala local.** El riesgo de corrección posiblemente sea más pronunciado en las ciudades de nivel 1, pero

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

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

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

## 2

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

Michael Fidora

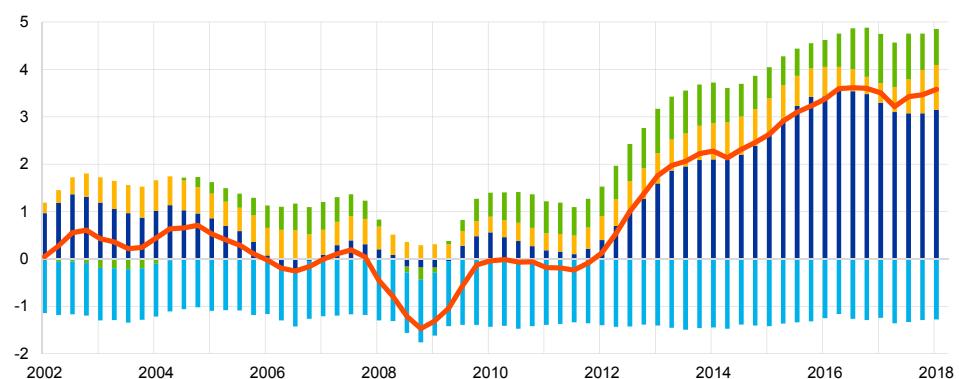
En términos acumulados de doce meses, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se situó en el 3,6 % del PIB en el primer trimestre de 2018 —un nivel elevado en términos históricos—, algo por encima del registro del 3,5 % del PIB alcanzado un año antes (véase gráfico A). No obstante, el ligero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

### Gráfico A

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

(porcentaje del PIB, suma móvil de cuatro trimestres)

- Comercio de bienes
- Comercio de servicios
- Cuenta corriente
- Renta primaria
- Renta secundaria



Fuente: BCE.

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

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

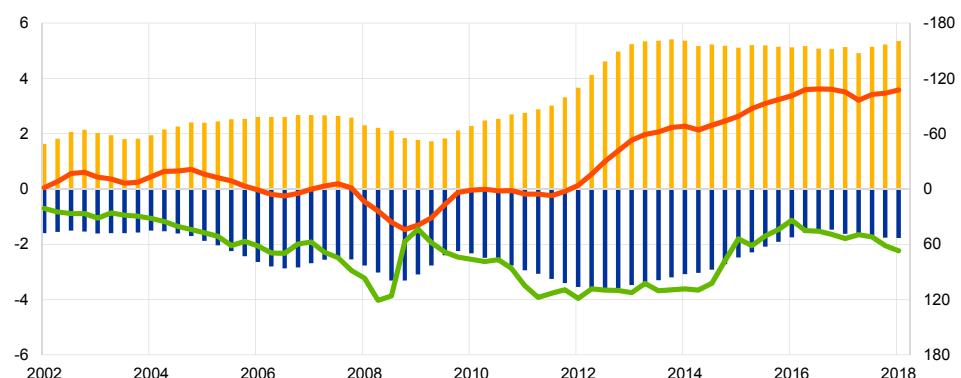
finales de 2015 redujeron el déficit comercial energético en alrededor de 2 puntos porcentuales del PIB y, por ende, explicaron la totalidad del ascenso del superávit de la balanza por cuenta corriente en el mismo período. A su vez, el saldo por cuenta corriente de la zona del euro, excluido el comercio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

### Gráfico B

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

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

- Saldo comercial energético
- Saldo por cuenta corriente no energético
- Saldo por cuenta corriente
- Precios del petróleo (escala derecha invertida)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

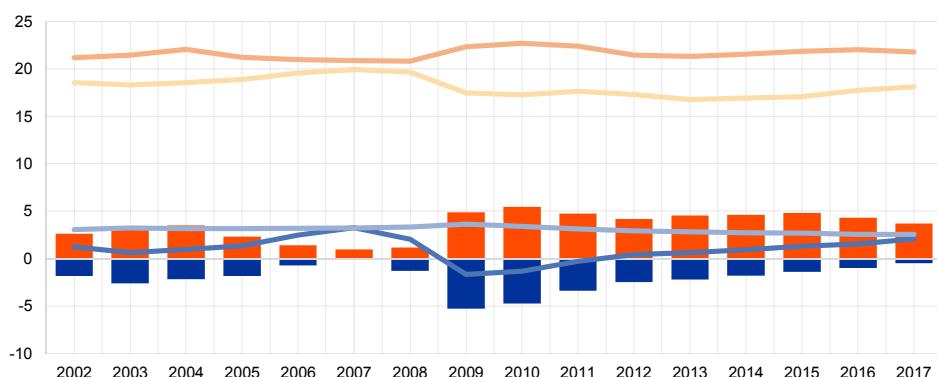
**Desde una perspectiva ahorro/inversión, la estabilización del superávit por cuenta corriente refleja, en gran medida, la reducción de la capacidad de financiación del sector privado, que, no obstante, se compensa con el aumento del ahorro del sector público (véase gráfico C).** Desde que se inició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

### Gráfico C

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

(porcentaje del PIB)

- Capacidad de financiación: sector público
- Ahorro bruto: sector público
- Inversión: sector público
- Capacidad de financiación: sector privado
- Ahorro bruto: sector privado
- Inversión: sector privado



Fuente: Comisión Europea.

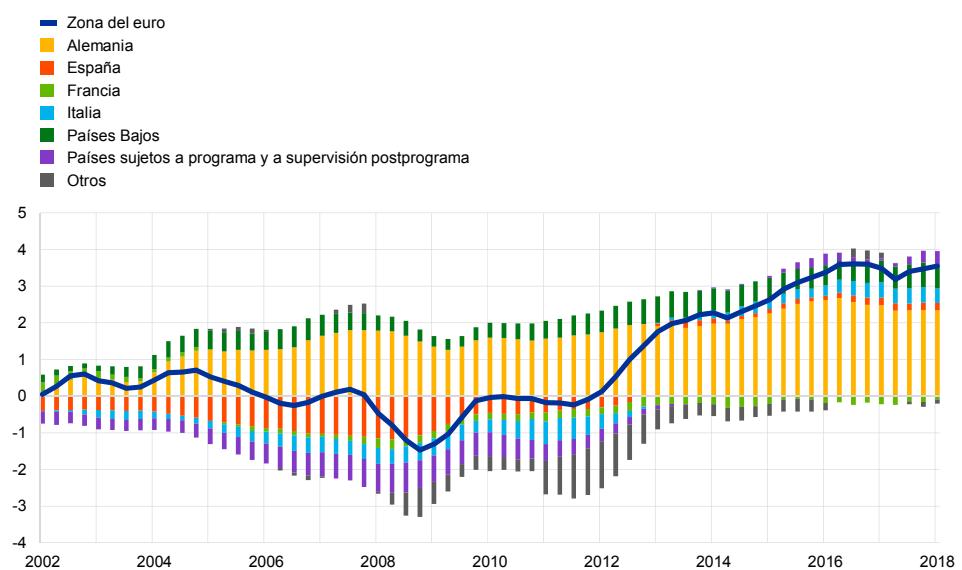
Nota: La última observación corresponde a 2017.

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

## Gráfico D

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

(porcentaje del PIB, suma móvil de cuatro trimestres)



Fuente: BCE.

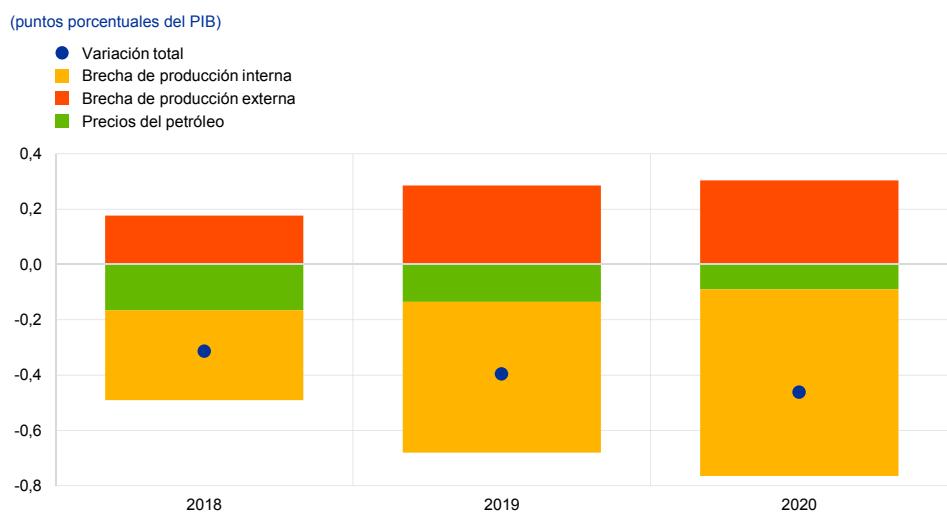
Notas: La última observación corresponde al primer trimestre de 2018.

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

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

### Gráfico E

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



Fuentes: BCE, FMI y estimaciones del BCE.

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

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

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

### 3

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

Jaime Martínez-Martín, Lorena Saiz y Grigor Stoevsky

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

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

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

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

## Gráfico A

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

(datos trimestrales, porcentajes)

■ Países de la zona del euro  
■ Economías del mundo



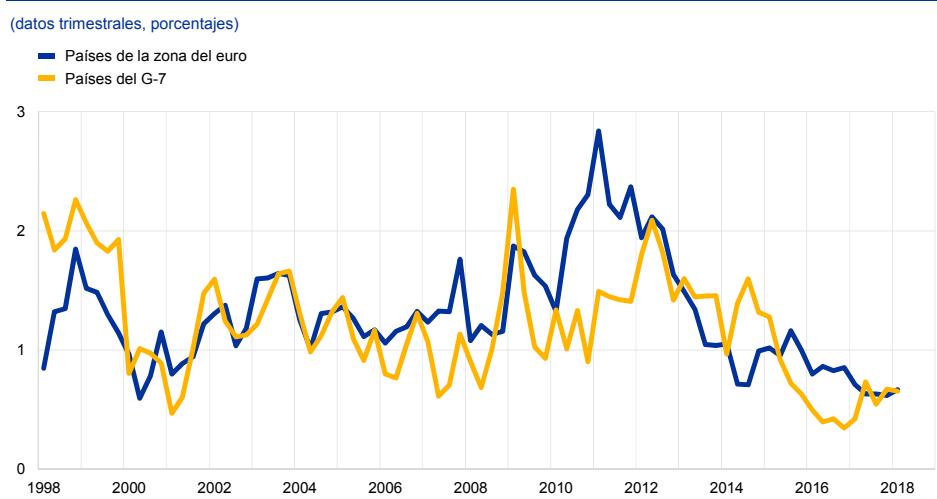
Fuentes: OCDE, Eurostat, Haver Analytics y cálculos del BCE.

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

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

## Gráfico B

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



Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

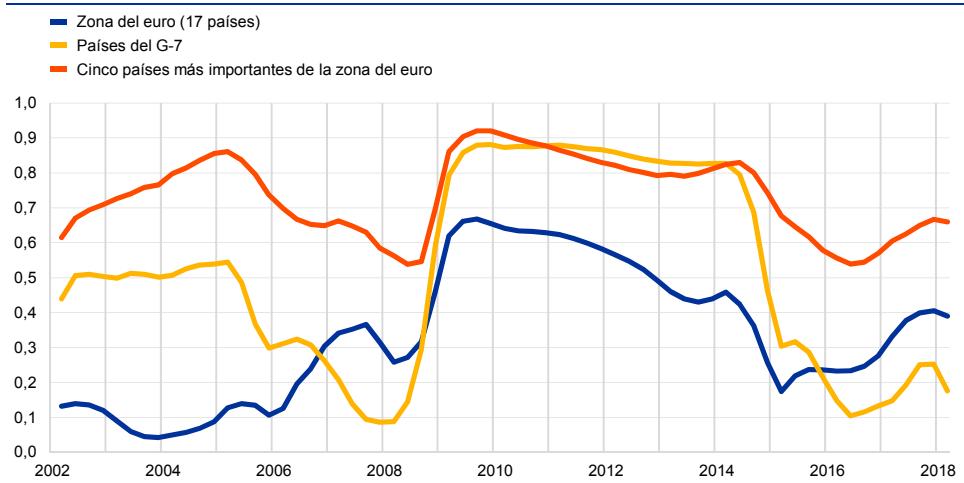
<sup>14</sup> Véase J. Stock y M. Watson, «The Evolution of National and Regional Factors in U.S. Housing Construction», en T. Bollerslev, J. Russell y M. Watson (eds.), *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honour of Robert F. Engle*, Oxford University Press, 2008.

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

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

### Gráfico C

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



Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

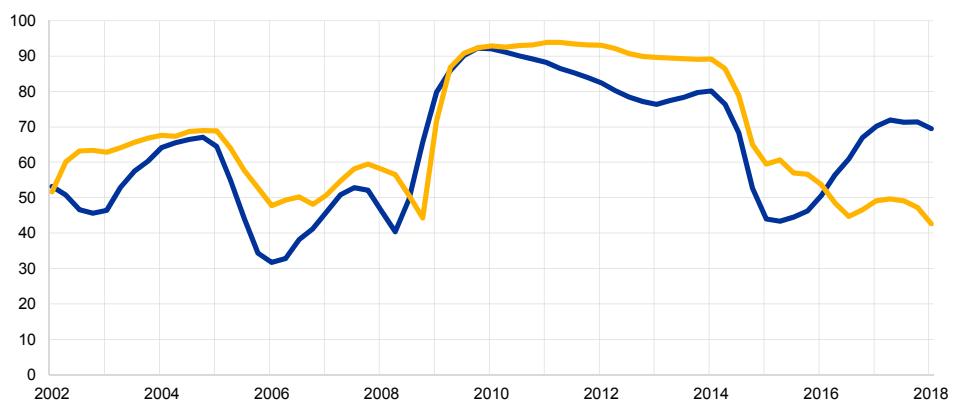
En promedio, más del 65 % de la varianza del crecimiento del PIB en los países de la zona y en las economías avanzadas (G-7) tiene su origen en ese factor común, aunque su contribución aumentó de forma acusada durante la crisis financiera como consecuencia de la desaceleración sincronizada que se produjo.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

### Gráfico D

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

(en porcentaje de la varianza total)

- Países de la zona del euro (17 países)
- Países del G-7



Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

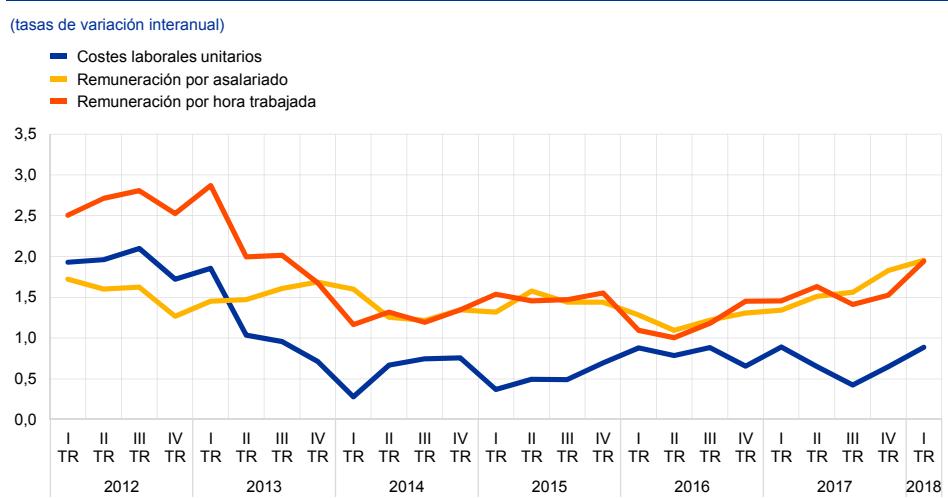
## El papel de los salarios en el repunte de la inflación

José Emilio Gumié y Elke Hahn

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

### Gráfico A

Remuneración por asalariado/hora trabajada y costes laborales unitarios



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

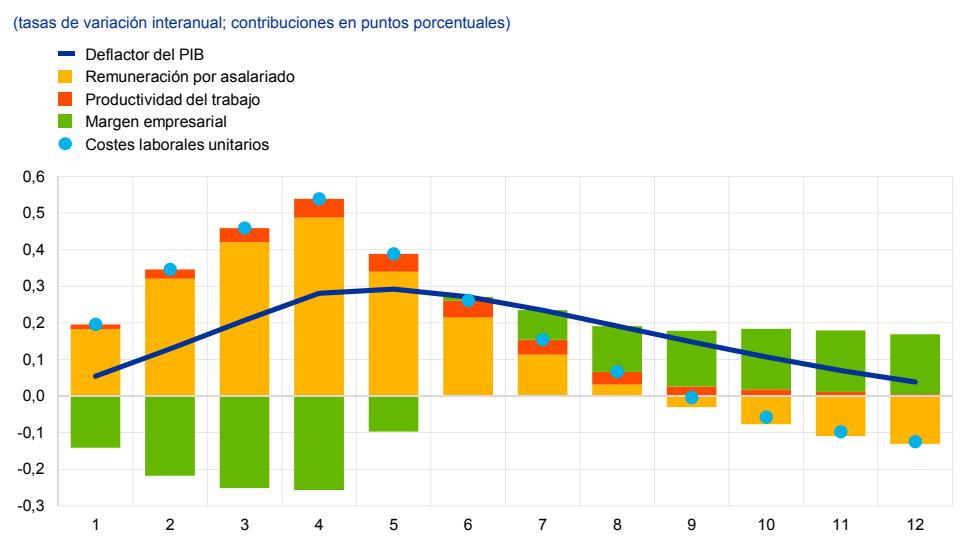
**Una perturbación de oferta negativa en el mercado de trabajo eleva tanto los salarios como los costes laborales unitarios, pero reduce los márgenes empresariales en el corto plazo.** En el gráfico B se ha utilizado el NAWM para

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

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

### Gráfico B

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



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

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

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

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

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

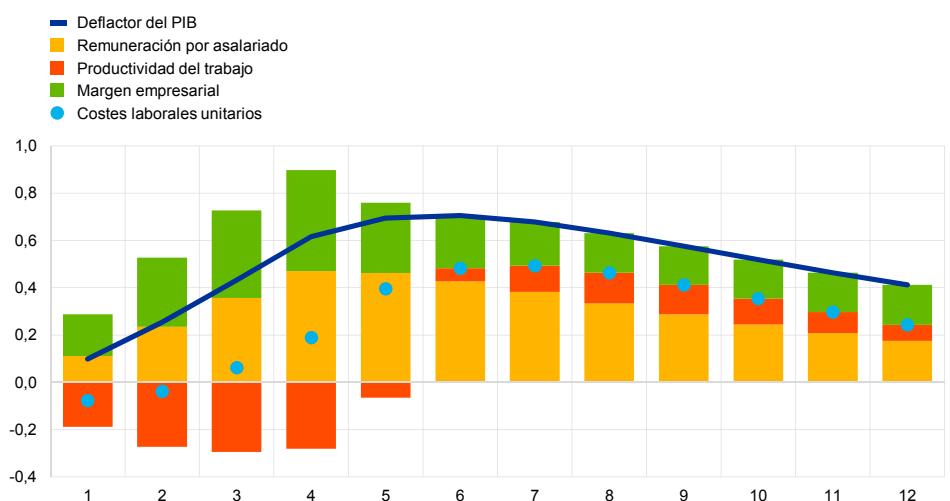
<sup>20</sup> La perturbación de demanda corresponde a la perturbación de la prima de riesgo interna en el NAWM. Esta perturbación refleja una brecha entre el tipo de interés controlado por la autoridad monetaria y la rentabilidad que exigen los hogares cuando toman sus decisiones, lo que afecta al consumo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

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

### Gráfico C

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

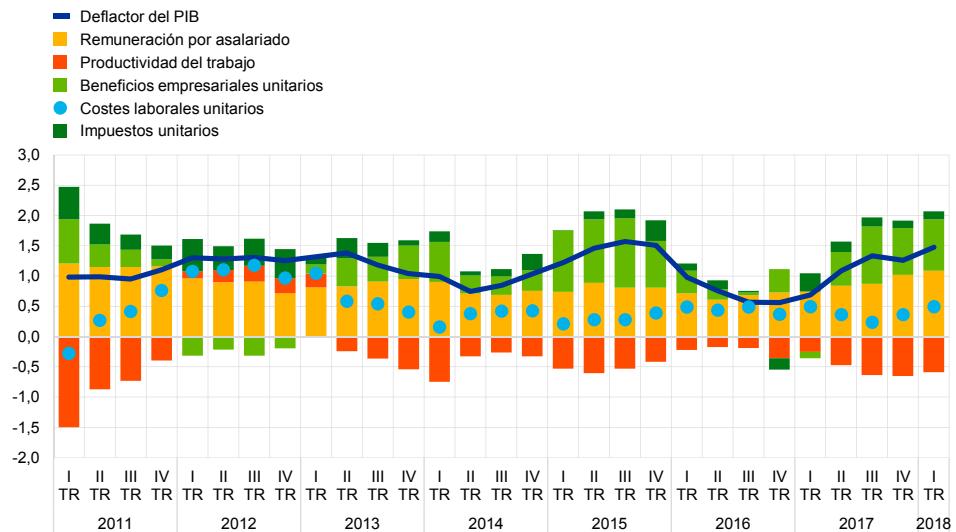
Notas: El eje de abscisas indica los trimestres posteriores a la perturbación. La perturbación de demanda se refiere a una perturbación de la prima de riesgo interna en el NAWM. Para más información sobre este modelo, véase K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, «The New Area-Wide Model of the euro area: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

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

## Gráfico D

### Deflactor del PIB y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

## 5

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

Ramón Adalid y Matteo Falagiarda

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

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

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

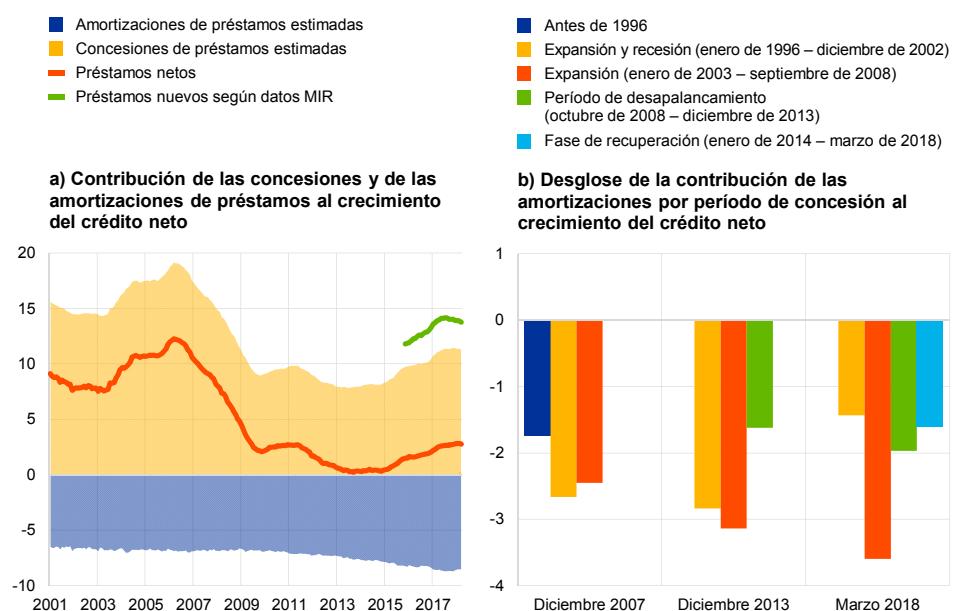
<sup>24</sup> Los detalles técnicos de la metodología se presentan en R. Adalid y M. Falagiarda, «*How repayments manipulate our perceptions about loan dynamics after a boom*», *Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

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

### Gráfico A

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

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



Fuente: BCE y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

---

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

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

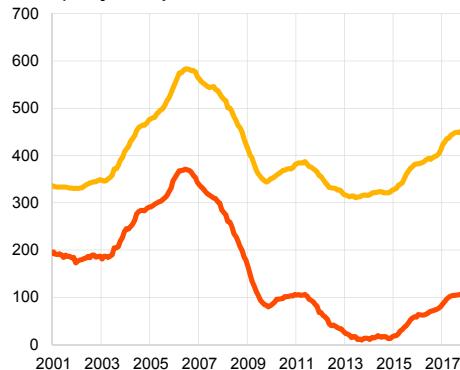
## Gráfico B

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

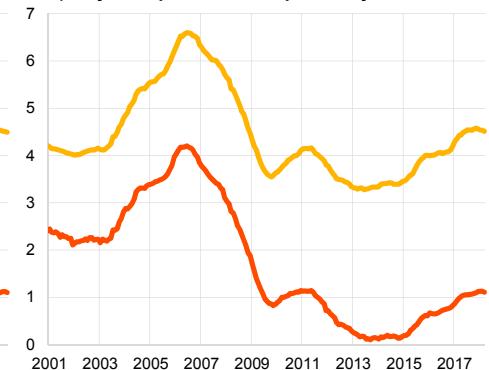
(a – flujos acumulados de 12 meses en mm de euros, deflactados por el deflactor del PIB; b – flujos acumulados de 12 meses sobre PIB nominal)

- Préstamos netos
- Concesión de préstamos estimada

a) Flujos de préstamos en términos reales



b) Flujos de préstamos en porcentaje del PIB



Fuente: BCE y cálculos del BCE.

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

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

João Capella-Ramos

**Dentro del marco de gobernanza de la UE para la coordinación de las políticas económicas, las recomendaciones específicas por país (REP) constituyen una parte integral del proceso anual del Semestre Europeo. Las recomendaciones proporcionan orientaciones a cada Estado miembro de la UE sobre cómo abordar las reformas estructurales necesarias y los desequilibrios macroeconómicos en los 12-18 meses siguientes.** Las REP son el instrumento utilizado para tratar las políticas económicas de los países que integran la UE como una cuestión de interés común y coordinarlas en el seno del Consejo de la Unión Europea de conformidad con el artículo 121 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Así pues, son un elemento clave del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) de la UE, cuyo objetivo es prevenir, detectar y corregir los desequilibrios macroeconómicos en cada país, con el fin de contener los riesgos para el correcto funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM). La aplicación adecuada y a su debido tiempo de las REP es crucial para reducir las vulnerabilidades y reforzar la capacidad de resistencia económica de la zona del euro y la UE en su conjunto, lo que en última instancia se plasma en un mayor potencial de crecimiento a largo plazo<sup>28</sup>. En el contexto de las REP de 2018 formuladas a 27 Estados miembros de la UE (es decir, todos salvo Grecia<sup>29</sup>), en este recuadro se analizan las recomendaciones dirigidas a 18 países de la zona del euro, excepto las que se refieren estrictamente a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE<sup>30</sup>.

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

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

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

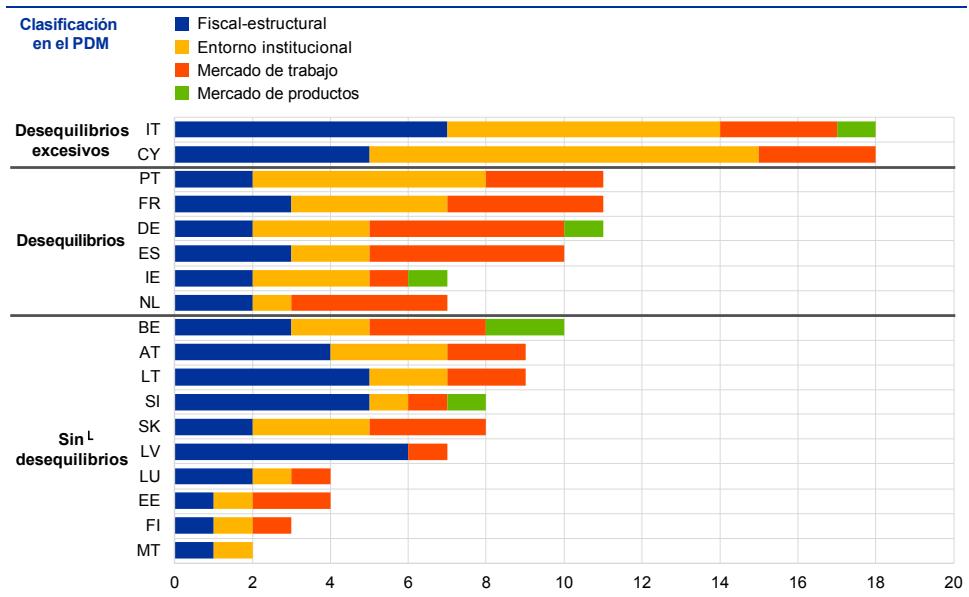
<sup>30</sup> En el recuadro titulado «[Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo de 2018](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018, se presenta información detallada sobre las REP de 2018 para la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

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

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

### Gráfico A

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



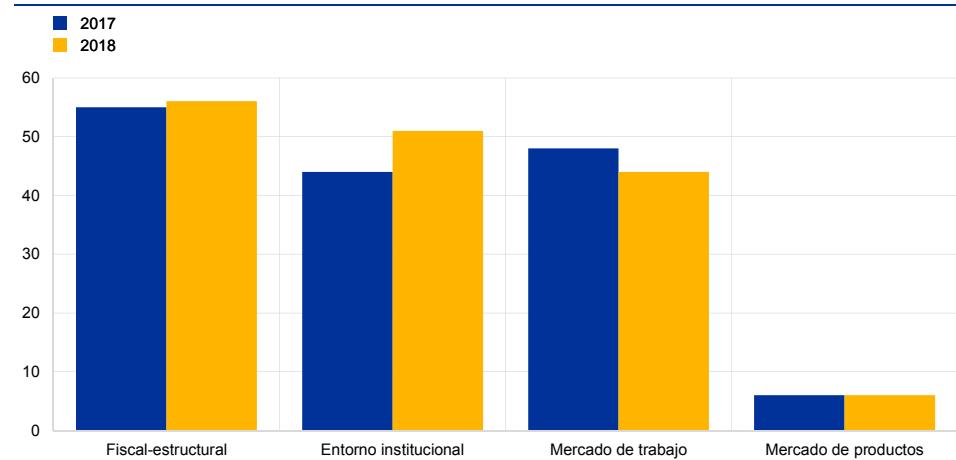
Fuente: Cálculos del BCE basados en las REP de 2018.

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

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

### Gráfico B

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



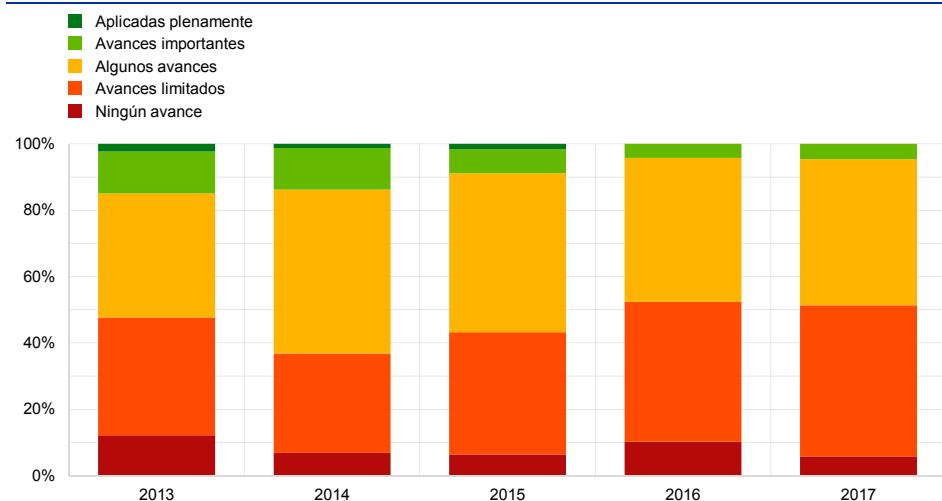
Fuente: Cálculos del BCE basados en las REP de 2018.

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

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

### Gráfico C

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



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

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

**La aplicación insuficiente de las REP que se ha venido observando durante los últimos años sigue representando un desafío, dados los persistentes desequilibrios que todavía quedan por corregir<sup>31</sup>.** El gráfico C muestra que, durante el período 2013-2017, el seguimiento de la mayor parte de las REP por los Estados miembros fue, en el mejor de los casos, solo parcial. En la decepcionante trayectoria en la aplicación de reformas estructurales, debe tenerse en cuenta la actual fase de recuperación cíclica, así como la posibilidad de que la percepción de los retos en materia de política económica se haya moderado en un entorno económico y financiero favorable. Al igual que el año anterior, en febrero de 2018 la Comisión Europea llegó a la conclusión de que en la gran mayoría (es decir, más del 90 %) de las REP de 2017 únicamente se habían realizado «algunos» avances o avances «limitados» en su implementación. Solo en una de las casi 80 REP se habían logrado avances «importantes», y ninguna se había aplicado «plenamente». Además, no parece que los países con desequilibrios macroeconómicos «excesivos» hayan adoptado medidas decisivas para acelerar la aplicación de las REP de 2017, aunque hubiese sido coherente con las rigideces y vulnerabilidades que persisten en ellos. Asimismo, algunas de las REP de 2017 no se han incluido este año, pese a que solo se habían realizado «algunos» avances o incluso avances «limitados» en su aplicación y a que siguen teniendo una relevancia macroeconómica crucial (es decir, son muy importantes para reducir los

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

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

#### Gráfico D

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



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

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

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

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

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

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

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

---

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