

Recuadros

1 Implicaciones macroeconómicas del aumento del proteccionismo

Allan Gloe Dizioli y Björn van Roye

El panorama del comercio mundial ha cambiado rápidamente en los últimos meses. Los anuncios de aranceles por parte de la Administración estadounidense y las represalias de sus socios comerciales han generado inquietud sobre una posible «guerra comercial» y, potencialmente, una reversión más general del proceso de globalización. El 1 de marzo, la Administración de Estados Unidos anunció la imposición de aranceles a las importaciones de acero —del 25 %— y de aluminio —del 10 %— procedentes de una amplia variedad de países. La primera ronda de aranceles a las importaciones de China relacionadas con las transferencias de tecnología entró en vigor el 6 de julio y, seguidamente, las autoridades de este país anunciaron medidas similares en represalia. La Administración estadounidense respondió a su vez con la amenaza de imponer aranceles adicionales. Paralelamente, la UE y Canadá aplicaron medidas de represalia por los aranceles impuestos por Estados Unidos sobre el acero y el aluminio. Por último, la Administración estadounidense inició una nueva investigación sobre las importaciones de automóviles, camiones y componentes de automóviles (para determinar sus efectos sobre la seguridad nacional), que podría traducirse en nuevos aranceles. Sin embargo, últimamente también se han observado algunas señales de reducción de las tensiones comerciales a raíz de una reunión celebrada entre representantes de Estados Unidos y de la UE, así como del nuevo NAFTA (Tratado de Libre Comercio de América del Norte) negociado entre Estados Unidos y México.

En este recuadro se examina el posible impacto de una hipotética escalada de las tensiones comerciales sobre la economía mundial. Concretamente, se analizan los canales a través de los cuales el proteccionismo podría incidir en la economía y se cuantifica el posible impacto global. Esta cuantificación se basa en el modelo global del BCE⁸ y en el modelo monetario y fiscal integrado mundial (GIMF, por sus siglas en inglés) del FMI⁹, que es un modelo multipaís y multisectorial. Como sucede con todos los modelos, dada la incertidumbre inherente, las estimaciones obtenidas de estos escenarios deben tratarse con cautela, pero pueden utilizarse como medida aproximada de los canales que intervienen.

A corto plazo, los efectos directos de las subidas arancelarias sobre la actividad económica del país que impone los aranceles dependen de dos canales principales: el canal de la reorientación del gasto —que afecta positivamente al PIB— y el canal de la renta agregada —que tiene un impacto negativo—.

⁸ Véase A. Dieppe, G. Georgiadis, M. Ricci, I. Van Robays y B. van Roye, «ECB-Global: Introducing the ECB's global macroeconomic model for spillover analysis», *Economic Modelling*, vol. 72, junio de 2018, pp. 78-98.

⁹ Véase M. Kumhof, D. Laxton, D. Muir y S. Mursula, «The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure», *IMF Working Papers*, n.º 10/34, febrero de 2010.

Por un lado, el incremento de los aranceles a las importaciones podría debilitar el poder adquisitivo de los hogares al disminuir la renta real disponible, desincentivando así la inversión y el consumo internos y reduciendo el PIB. Por otro lado, la subida de los precios de los bienes importados podría inducir a los consumidores y a las empresas a optar por bienes producidos internamente, aumentando de esta forma la demanda interna y moderando las importaciones. La importancia relativa de los dos canales y, por consiguiente, su impacto combinado sobre el PIB, depende esencialmente del grado de sustituibilidad entre los bienes producidos internamente y los importados. Cuanto mayor sea la sustituibilidad, menos costoso le resultará al consumidor pasar a consumir bienes internos, otorgando mayor fuerza al canal de la reorientación del gasto. Sin embargo, si la subida arancelaria se aplica a los bienes intermedios, puede aumentar también el coste de la producción interna y hacer que se posponga la inversión. Al mismo tiempo, las represalias comerciales pueden reducir las exportaciones y agravar el efecto negativo de los conflictos comerciales.

Los efectos negativos indirectos derivados del deterioro de la confianza de los consumidores y de las empresas podrían amplificar el impacto sobre la actividad económica. El impacto directo sobre el comercio no tiene en cuenta otros posibles efectos sobre la confianza ni las tensiones en el sector financiero derivadas del aumento de la incertidumbre acerca de las políticas futuras. La incertidumbre y los efectos confianza pueden incidir de forma muy negativa sobre la actividad económica y la inversión a escala mundial. Las decisiones de inversión de las empresas dependen no solo de la política comercial vigente, sino también de las políticas comerciales futuras de Estados Unidos e internacionales. Del mismo modo, la incertidumbre acerca de las políticas comerciales futuras podría repercutir en el comportamiento de consumo de los hogares. A medida que crece la preocupación por las implicaciones negativas del creciente proteccionismo, es posible que los hogares aumenten el ahorro por motivo de precaución y aplacen el consumo. Asimismo, puede que los mercados financieros respondan a los efectos reales negativos. Un cambio brusco en las políticas comerciales podría servir de catalizador del ajuste de los precios de las acciones y de los bonos, lo que potenciaría los efectos descritos anteriormente.

Las medidas proteccionistas adoptadas hasta ahora solo tendrán un efecto marginal sobre la actividad económica global, dado que afectan a productos que representan únicamente una pequeña parte del comercio internacional. Las medidas muy selectivas aplicadas hasta el momento, como los aranceles impuestos sobre el acero (25 %), el aluminio (10 %) e importaciones entre China y Estados Unidos por valor de 50 mm de dólares estadounidenses (25 %), solo constituyen una reducida proporción del comercio mundial. Asimismo, la respuesta de los mercados financieros y de la confianza de las empresas y de los consumidores está siendo limitada por ahora.

No obstante, una escalada de las tensiones comerciales podría tener efectos adversos significativos a escala global, como se muestra en un escenario hipotético en el que Estados Unidos incrementa en 10 puntos porcentuales los aranceles aplicados a todas las importaciones y sus socios comerciales

responden con una subida arancelaria idéntica sobre los bienes importados de dicho país¹⁰. En el modelo GIMF el canal directo descrito antes se simula como una imposición generalizada de aranceles del 10 % por parte de Estados Unidos a las importaciones de bienes finales e intermedios procedentes de todos los socios comerciales, quienes, a su vez, responden con la imposición de aranceles equivalentes a las exportaciones estadounidenses (pero no a los intercambios entre ellos). Dado que resulta sumamente difícil reflejar los efectos indirectos a través de la confianza derivados de esos aranceles a las importaciones, para simplificar, se supone que las primas de riesgo de los bonos aumentan en 50 puntos básicos y los mercados de renta variable disminuyen en dos desviaciones típicas en todos los países. En el caso de Estados Unidos, estos supuestos implican una caída del 16 % en el mercado bursátil. Aunque esto genere una volatilidad elevada en los mercados financieros, sigue siendo inferior a la registrada en el punto álgido de la crisis financiera global (cuarto trimestre de 2008), cuando el índice S&P 500 cayó un 28 % y las primas de riesgo de los bonos se incrementaron en 230 puntos básicos.

En nuestras simulaciones, también se han tomado algunas decisiones de modelización importantes. En primer lugar, se parte del supuesto de que los conflictos comerciales solo duran dos años¹¹. En segundo lugar, se asume que los ingresos fiscales adicionales generados por las subidas de los aranceles se destinan a reducir los déficits presupuestarios, en lugar de respaldar la demanda. En tercer lugar, se supone que la política monetaria y los tipos de cambio reaccionan de forma endógena en todos los países¹². En cuarto lugar, los efectos confianza se modelizan como variaciones de las primas de riesgo de los bonos y de las acciones.

Por último, en todos los escenarios los supuestos sobre la forma de la represalia influyen de manera fundamental en la transmisión de los shocks. Por ejemplo, si se produce una escalada de los conflictos comerciales entre China y Estados Unidos y no se ve involucrado ningún otro país, entran en juego los efectos de desviación del comercio. En este escenario, las subidas arancelarias encarecen los bienes estadounidenses en China y los bienes chinos en Estados Unidos. Como resultado, los bienes de terceros países, que no participan en el conflicto comercial, ganan en competitividad frente a los bienes estadounidenses en China y los bienes chinos en Estados Unidos. La medida en la que un tercer país se beneficia de esta desviación del comercio depende de la facilidad con la que un país pueda sustituir los productos importados de distintos países. Una sustituibilidad más baja se traduciría en una menor desviación del comercio. Este efecto también depende de si el tipo de cambio varía en consonancia con las predicciones del modelo.

¹⁰ Los dos escenarios son independientes, por lo que el arancel del 10 % se aplica asimismo a las importaciones de acero y de aluminio.

¹¹ Esta decisión de modelización se basa en consideraciones técnicas. Al suponer que los aranceles son transitorios, se hace una aproximación del comportamiento «miope».

¹² En el caso de los países en los que los tipos de interés incumplen el límite inferior cero, los tipos negativos pueden interpretarse como tipos de interés implícitos, que reflejan medidas de política monetaria no convencionales.

El canal del comercio

El diseño de este escenario sugiere efectos negativos significativos sobre Estados Unidos. El canal directo del comercio reduce la actividad económica estadounidense en un 1,5 % en el primer año (véanse las barras azules del gráfico A). La disminución de las importaciones de Estados Unidos y el aumento de las cuotas de mercado de los productores estadounidenses dentro de su mercado nacional se ven contrarrestados por un descenso mayor de las exportaciones. Los resultados de las estimaciones indican que la posición exportadora neta de Estados Unidos se deterioraría notablemente. En este modelo, las empresas estadounidenses también invierten menos y contratan a menos trabajadores, lo que amplifica el efecto negativo sobre la economía del país al reducirse la demanda interna. El ajuste gradual y la sustitución en favor de la producción interna compensan solo de forma limitada con el paso del tiempo, y el impacto comercial directo derivado del incremento de los aranceles sigue traduciéndose en un descenso del PIB del 1 % en el tercer año de la simulación.

En cambio, en China el efecto comercial sobre el PIB es ligeramente positivo al principio, aunque los beneficios disminuyen con el tiempo. En el primer año de la simulación, caen la inversión y el consumo internos en China. Sin embargo, estos efectos negativos se ven compensados con creces por la mejora de la posición exportadora neta de China: Estados Unidos importa menos bienes chinos, pero este descenso queda amortiguado por la desviación del comercio a terceros países, donde los exportadores chinos aumentan su cuota de mercado a costa de los exportadores estadounidenses. Con todo, estos beneficios disminuyen con el tiempo: a medida que la producción estadounidense se ajusta para responder a la subida de los aranceles, la demanda de bienes chinos cae y el incremento del PIB en China se reduce¹³.

El canal de la confianza

El deterioro de la confianza produce efectos adversos significativos en la actividad mundial. Las reacciones de los mercados financieros globales tienen un impacto significativo y de mayor alcance sobre la producción de los distintos países, y el PIB mundial cae en torno a un 0,75 % en el primer año (véanse las barras amarillas del gráfico A). El endurecimiento de las condiciones financieras reduce el PIB de Estados Unidos alrededor de un 0,7 % y el comercio mundial un 0,75 %. La mayor incertidumbre y el debilitamiento de la confianza frenan la actividad china¹⁴.

En conjunto, esto implica que la actividad económica real en Estados Unidos podría ser más de un 2 % inferior al escenario base en el primer año, y el comercio mundial podría caer hasta un 3 % con respecto al escenario base. En resumen, aunque se pueden discutir la contribución relativa de cada uno de los canales analizados

¹³ Por ejemplo, lleva algún tiempo que los productores encuentren proveedores estadounidenses de bienes intermedios que antes importaban, o que los consumidores cambien sus hábitos y empiecen a comprar bienes producidos en Estados Unidos.

¹⁴ Se asume que la política fiscal en China reacciona de acuerdo con la regla de política fiscal estándar del modelo GIMF.

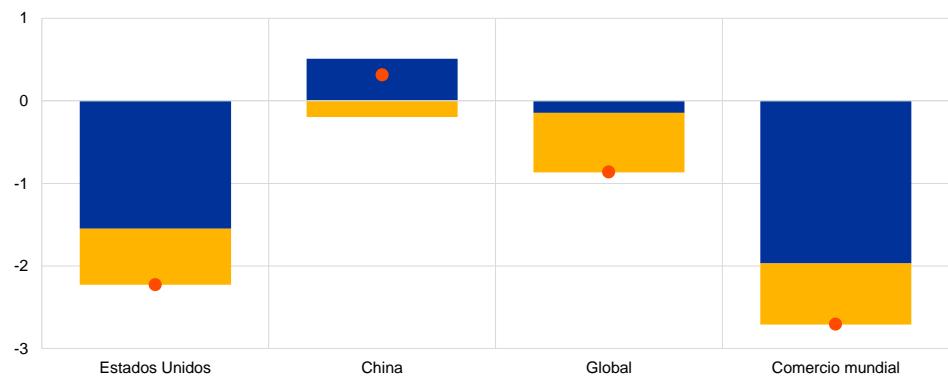
anteriormente y el efecto conjunto en la actividad económica, los resultados son inequívocos desde el punto de vista cualitativo: una economía que impone un arancel que provoca la represalia de otros países sale perdiendo claramente, ya que su nivel de vida empeora y pierde empleo.

Gráfico A

Impacto estimado de una escalada de las tensiones comerciales: efectos en el primer año

(respuesta del PIB en 2018, desviación con respecto al escenario base, porcentajes)

- Efecto comercial
- Efecto confianza
- Efecto conjunto



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Los resultados son una combinación de los efectos comerciales directos derivados del modelo GIMF y los efectos confianza modelizados utilizando el modelo global del BCE.

2

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 3 de mayo y el 31 de julio de 2018

Dimitrios Rakitzis y M.^a Carmen Castillo Lozoya

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el tercer y el cuarto períodos de mantenimiento de reservas de 2018, comprendidos entre el 3 de mayo y el 19 de junio de 2018 y entre el 20 de junio y el 31 de julio de 2018, respectivamente. Durante este período, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el –0,40 %, respectivamente.

Durante el período considerado, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), con un objetivo de compras mensuales de 30 mm de euros, en promedio.

Necesidades de liquidez

En el período analizado, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.427,5 mm de euros, lo que representa un incremento de 64,5 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el primer y el segundo período de mantenimiento de 2018). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles en su práctica totalidad al aumento de 64,4 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra de 1.303,3 mm de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron, en promedio, en menos de 0,1 mm de euros, situándose en 124,2 mm de euros.

El alza de los factores autónomos netos, que implica una absorción de liquidez, fue resultado de una reducción de los factores de inyección de liquidez y de un aumento de los de absorción de liquidez. La disminución de los factores de inyección de liquidez se debió, en particular, al descenso de 21,6 mm de euros que registraron los activos netos denominados en euros, que, en promedio, se situaron en 191,2 mm de euros. Este descenso fue principalmente consecuencia del incremento (de 12,8 mm de euros, en promedio) de los pasivos del Eurosistema denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro en el período analizado, que contribuyó negativamente al promedio de activos netos denominados

en euros¹⁵, y de la disminución (de 7,8 mm de euros, en promedio) de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria. Por el lado del pasivo, las variaciones más importantes estuvieron determinadas por los billetes en circulación, que experimentaron un aumento medio de 22,5 mm de euros (lo que refleja, en cierta medida, los patrones estacionales observados durante el verano), y por los depósitos de las Administraciones Públicas, que se incrementaron en 11,9 mm de euros, en promedio, hasta situarse en 239,4 mm de euros.

La volatilidad diaria de los factores autónomos prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior. Las fluctuaciones diarias de los factores autónomos se debieron principalmente a los depósitos de las Administraciones Públicas y a los activos netos denominados en euros, observándose una mayor volatilidad cerca del final del segundo trimestre de 2018 y de otras fechas de fin de mes durante el período analizado.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)

	3 de mayo a 31 de julio de 2018	31 de enero a 2 de mayo de 2018	Cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento
Factores autónomos de liquidez	2.123,9 (+43,8)	2.080,1	2.167,4 (+81,5)	2.085,9 (-16,9)
Billetes en circulación	1.176,5 (+22,5)	1.154,1	1.183,6 (+13,2)	1.170,4 (+11,3)
Depósitos de las AAPP	239,4 (+11,9)	227,5	263,8 (+45,7)	218,0 (-29,5)
Otros factores autónomos	708,0 (+9,4)	698,6	720,0 (+22,5)	697,5 (+1,3)
Cuentas corrientes	1.331,9 (+27,3)	1.304,6	1.306,7 (-47,3)	1.353,9 (+58,6)
Instrumentos de política monetaria	780,1 (-20,4)	800,5	776,5 (-6,7)	783,2 (-9,2)
Exigencias de reservas mínimas ¹	124,2 (+0,0)	124,2	124,7 (+0,9)	123,8 (-0,7)
Facilidad de depósito	655,9 (-20,4)	676,4	651,8 (-7,7)	659,5 (-8,5)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0 (+0,0)	0,0	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)

¹⁵ Los pasivos del Eurosistema denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro corresponden principalmente a depósitos denominados en euros en cuentas mantenidas por bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro en el Eurosistema. Los saldos a fin de trimestre y, en menor medida, a fin de mes, suelen verse afectados por los incrementos de estos depósitos, ya que los bancos comerciales son más reticentes a aceptar efectivo, tanto en el mercado de operaciones con garantía como en el de operaciones sin garantía, antes de las fechas de presentación de los balances. Por ejemplo, el 29 de marzo de 2018, los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro aumentaron hasta alcanzar los 339,8 mm de euros, en comparación con el importe medio de 270,4 mm de euros registrado durante el segundo período de mantenimiento, mientras que el 30 de junio de 2018 se incrementaron hasta situarse en 348 mm de euros, en comparación con los 279,7 mm de euros, en promedio, registrados en el cuarto período de mantenimiento.

Activo – Oferta de liquidez (medias; mm de euros)

	3 de mayo a 31 de julio de 2018	31 de enero a 2 de mayo de 2018	Cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento
Factores autónomos de liquidez	821,0 (-20,6)	841,7	821,5 (+0,8)	820,6 (-7,5)
Activos exteriores netos	629,8 (+1,0)	628,9	635,1 (+9,9)	625,2 (-1,9)
Activos netos denominados en euros	191,2 (-21,6)	212,8	186,3 (-9,1)	195,4 (-5,6)
Instrumentos de política monetaria	3.291,1 (+71,3)	3.219,8	3.305,2 (+26,1)	3.279,1 (+40,7)
Operaciones de mercado abierto	3.291,0 (+71,3)	3.219,7	3.305,1 (+26,1)	3.279,0 (+40,7)
Operaciones de subasta	753,2 (-8,6)	761,7	746,4 (-12,6)	759,1 (-2,4)
OPF	1,9 (+0,2)	1,7	2,1 (+0,3)	1,8 (-0,1)
OFPML a tres meses	7,4 (-0,3)	7,7	7,2 (-0,2)	7,5 (-0,2)
Operaciones TLTRO-I	11,1 (-1,9)	13,0	9,5 (-2,9)	12,4 (-0,3)
Operaciones TLTRO-II	732,8 (-6,5)	739,3	727,6 (-9,7)	737,3 (-1,8)
Carteras en firme	2.537,8 (+79,8)	2.458,0	2.558,7 (+38,8)	2.519,9 (+43,1)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,7 (-1,1)	5,8	4,5 (-0,4)	4,9 (-0,7)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,2 (-0,3)	4,5	4,1 (-0,2)	4,3 (-0,1)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	254,6 (+5,7)	248,8	255,4 (+1,6)	253,8 (+3,3)
Programa para los mercados de valores	83,5 (-1,5)	85,0	82,3 (-2,1)	84,5 (-0,5)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	27,5 (+1,7)	25,8	27,7 (+0,3)	27,4 (+1,1)
Programa de compras de valores públicos	2.004,1 (+61,8)	1.942,3	2.021,6 (+32,4)	1.989,2 (+33,6)
Programa de compras de bonos corporativos	159,2 (+13,5)	145,7	163,1 (+7,2)	155,9 (+6,5)
Facilidad marginal de crédito	0,1 (+0,0)	0,1	0,1 (-0,0)	0,1 (-0,0)

Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)

	3 de mayo a 31 de julio de 2018	31 de enero a 2 de mayo de 2018	Cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento
Necesidades de liquidez agregadas	1.427,5 (+64,5)	1.363,0	1.471,0 (+81,6)	1.389,4 (-10,1)
Factores autónomos²	1.303,3 (+64,4)	1.238,8	1.346,3 (+80,6)	1.265,6 (-9,4)
Exceso de liquidez	1.863,5 (+6,8)	1.856,7	1.833,7 (-55,9)	1.889,6 (+50,8)

Evolución de los tipos de interés (medias; porcentajes)

	3 de mayo a 31 de julio de 2018	31 de enero a 2 de mayo de 2018	Cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento
OPF	0,00 (+0,00)	0,00	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25 (+0,00)	0,25	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Facilidad de depósito	-0,40 (+0,00)	-0,40	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
Eonia	-0,363 (+0,001)	-0,364	-0,364 (-0,002)	-0,362 (+0,002)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo.

1) Las «exigencias de reservas mínimas» constituyen una partida «pro memoria» que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

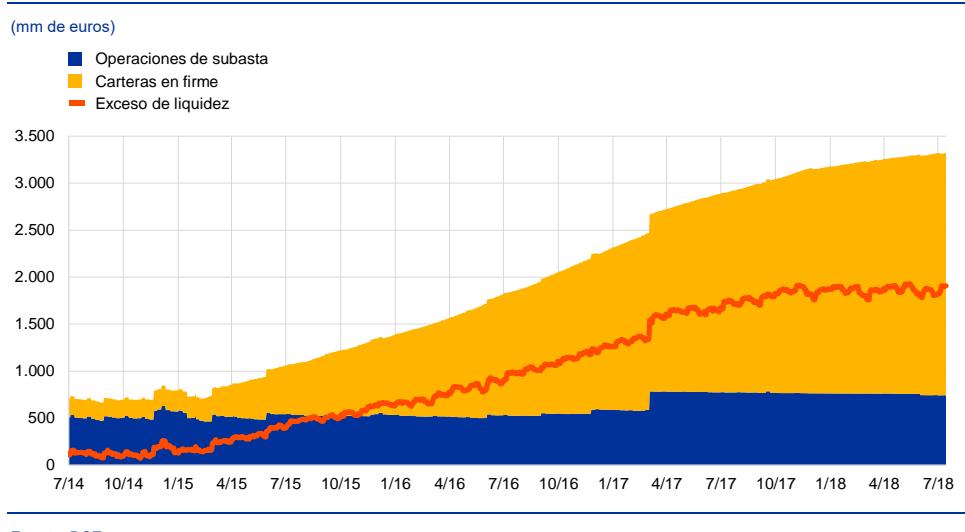
2) El valor total de los factores autónomos incluye también «partidas en curso de liquidación».

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —tanto operaciones de subasta como compras efectuadas en el marco del APP— se incrementó en 71,3 mm de euros, hasta un importe de 3.291,1 mm de euros (véase gráfico A). Este aumento fue atribuible en su totalidad a las compras realizadas en el marco del APP, mientras que, en las operaciones de subasta, la demanda descendió ligeramente.

Gráfico A

Evolución de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta descendió ligeramente (en 8,6 mm de euros) durante el período considerado, situándose en 753,2 mm de euros. Este descenso se debió principalmente a la disminución de 8,4 mm de euros en el saldo vivo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), que estuvo asociada a la liquidación de los reembolsos voluntarios de varias operaciones TLTRO-I y la primera operación TLTRO-II en junio de 2018, por un importe total de 14,5 mm de euros. La liquidez media proporcionada a través de las OPF aumentó en 0,2 mm de euros, hasta situarse en 1,9 mm de euros, y la inyectada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses se redujo en 0,3 mm de euros, hasta los 7,4 mm de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 79,8 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.537,8 mm de euros, debido a las compras netas efectuadas en el marco del APP. La liquidez proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, del programa de compras de bonos de titulización de activos y del programa de compras de bonos corporativos se incrementó, en promedio, en 61,8 mm de euros, 5,7 mm de euros, 1,7 mm de euros y 13,5 mm de euros, respectivamente. La reducción de la liquidez como resultado de las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de

valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores se cifró en 2,9 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez se mantuvo prácticamente estable en el período analizado y solo aumentó marginalmente, en 6,8 mm de euros, en comparación con el período anterior, hasta situarse en 1.863,5 mm de euros (véase gráfico A). El incremento de la liquidez inyectada a través de las compras del APP se vio contrarrestado casi por completo por el ascenso de los factores autónomos netos, sobre todo en el cuarto período de mantenimiento. De hecho, mientras que en el tercer período de mantenimiento el exceso de liquidez aumentó en 50,8 mm de euros y los factores autónomos netos disminuyeron en 9,4 mm de euros, estas tendencias se invirtieron en el cuarto período, en el que el exceso de liquidez se redujo en 55,9 mm de euros y los factores autónomos netos se incrementaron en 80,6 mm de euros.

En cuanto a la distribución del exceso de liquidez entre las cuentas corrientes y la facilidad de depósito, los saldos medios en cuenta corriente se incrementaron en 27,3 mm de euros, hasta alcanzar los 1.331,9 mm de euros, al tiempo que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un descenso adicional de 20,4 mm de euros y se situó en 655,9 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés a un día de las operaciones con garantía y sin garantía del mercado monetario se mantuvieron próximos al tipo de la facilidad de depósito del BCE, o se situaron ligeramente por debajo de ese nivel para determinadas cestas de activos de garantía en el segmento garantizado. En el mercado de operaciones sin garantía, el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el -0,363 %, frente a una media del -0,364 % en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó en una banda comprendida entre un mínimo del -0,371 % cerca del fin de semana previo al lunes de Pentecostés (21 de mayo de 2018) y un máximo del -0,353 % el último día de junio de 2018. En el mercado de operaciones con garantía, los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling¹⁶ se mantuvieron estables para las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía en relación con el período anterior. El tipo *repo* medio a un día se situó en el -0,441 % para la cesta estandarizada de activos de garantía, y en el -0,394 % para la cesta ampliada.

El descenso registrado al final del segundo trimestre de 2018 en los tipos *repo* para garantías de los principales países de la zona del euro fue significativamente menor que el observado al final del segundo trimestre de 2017 y en general no se percibió como significativo. Por ejemplo, en la

¹⁶ El mercado con activos de garantía generales (GC Pooling) permite realizar cesiones temporales con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

negociación con activos de garantía generales, al final de junio de 2017 los tipos *repo* a un día de los activos de garantía franceses retrocedieron 29 puntos básicos, hasta situarse en el –0,75 %, y los aplicados a los activos de garantía alemanes se redujeron en 41 puntos básicos, hasta el –0,90 %. Al final de junio de 2018, los descensos registrados en estos tipos *repo* fueron de solo 2 y 5 puntos básicos, hasta situarse en el –0,48 % y el –0,53 %, respectivamente, lo que sugiere que los participantes en los mercados han adoptado prácticas más eficientes en la gestión de activos de garantía. Asimismo, esta evolución también indica que la facilidad de préstamo de valores del programa de compras de valores públicos continuó favoreciendo el buen funcionamiento de los mercados de *repos*.

3

Los precios del petróleo, la relación real de intercambio y el consumo privado

Nikola Bokan, Maarten Dossche y Luca Rossi

Los precios del petróleo afectan al consumo privado a través de canales directos e indirectos.

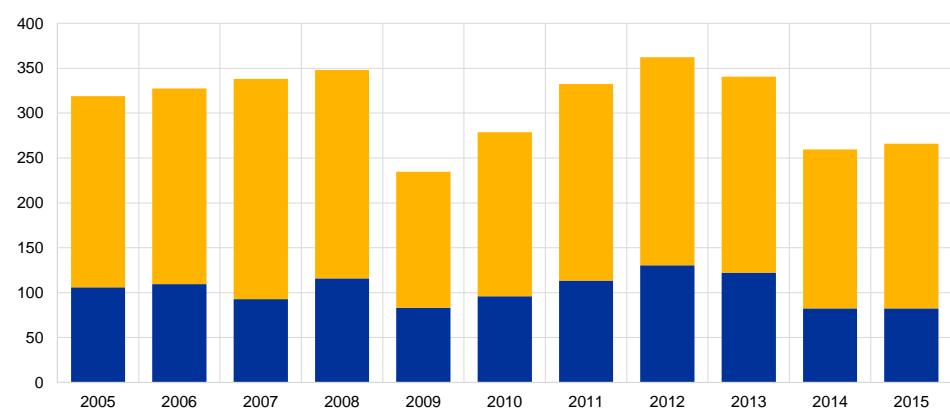
Una subida de los precios del crudo tiene un impacto directo sobre el poder adquisitivo de los hogares a través del aumento de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo (como la gasolina o el gasóleo para calefacción). En la zona del euro, alrededor de un tercio del uso total de petróleo de la economía corresponde a consumo final, es decir, al uso de estos productos por parte de los consumidores (Véase gráfico A), y los dos tercios restantes a petróleo utilizado en la producción de bienes no energéticos. Un alza de los precios de esta materia prima implica un incremento de los costes de producción de estos sectores. Si estos costes no pueden trasladarse al precio final de esos bienes, el poder adquisitivo de los hogares se verá afectado de manera indirecta, ya que los salarios y los beneficios procedentes de estos sectores serán menores¹⁷. Además, en el caso de las economías avanzadas productoras de petróleo (como Canadá, Noruega, Reino Unido y Estados Unidos), los efectos indirectos a través de los salarios y de los beneficios generados en el sector productor de petróleo son incluso más importantes.

Gráfico A

Uso del petróleo en la zona del euro

(mm de euros)

- Consumo final de los hogares
- Consumo intermedio



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

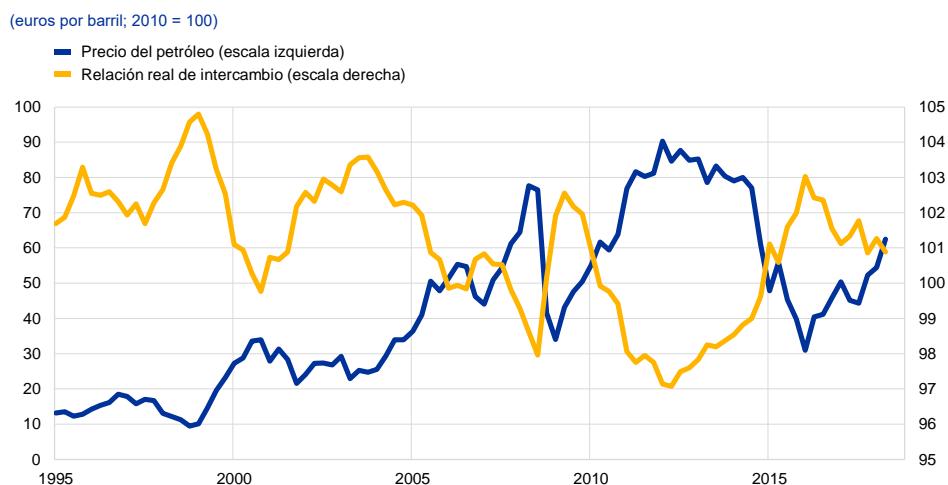
Nota: Los datos se refieren a coque y productos de refino de petróleo y se expresan en precios corrientes y básicos.

La relación real de intercambio guarda una estrecha correlación con las fluctuaciones de los precios del petróleo. La variación de los precios relativos de las exportaciones e importaciones, o relación real de intercambio, habitualmente influye en el consumo privado. Esta relación puede interpretarse como la cantidad

¹⁷ En la medida en que los productores de bienes no energéticos ajusten sus precios a las variaciones de los precios del petróleo, el poder adquisitivo de los hogares se verá afectado directamente, como sucede a través del consumo de productos energéticos derivados del petróleo.

de bienes importados que puede adquirir una economía por unidad de bienes exportados. El gráfico B muestra la estrecha correlación existente entre la relación real de intercambio de la zona del euro y los precios del petróleo¹⁸. Cuando estos precios suben, la relación real de intercambio se deteriora y cae el poder adquisitivo de los hogares. La fuerte correlación que mantienen entre sí los precios del petróleo y la relación real de intercambio es generalizada en todo el mundo¹⁹, y suele ser negativa para los importadores netos de petróleo y positiva para los exportadores netos de esta materia prima. Esta relación puede variar a lo largo del tiempo, debido a cambios, bien en el peso del petróleo en el consumo y la producción de bienes no energéticos, o bien en la producción de crudo. Así pues, la relación entre los precios del petróleo y el consumo es intrínsecamente inestable.

Gráfico B
Precios del petróleo y relación real de intercambio



Fuentes Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La relación real de intercambio se calcula como la ratio entre el deflactor de las exportaciones y el deflactor de las importaciones.

El impacto de las variaciones de los precios del petróleo sobre la renta disponible real puede aproximarse por el diferencial entre los deflactores del PIB y del consumo. En el gráfico C se muestra una descomposición de la renta disponible real de los hogares, es decir, la renta de los hogares después de impuestos y subvenciones, ajustada de variaciones de precios. Utiliza el diferencial entre los deflactores del PIB y del consumo para capturar el impacto de los cambios relacionados con el petróleo en la relación real de intercambio; en la zona del euro, la correlación entre los precios del petróleo y este diferencial es negativa. Esta medida está bien fundamentada desde el punto de vista teórico y refleja los canales, tanto directos como indirectos, a través de los cuales los precios del petróleo

¹⁸ En principio, la relación real de intercambio también puede verse afectada por otros factores (como el tipo de cambio nominal y los precios de los bienes y servicios distintos del petróleo). Empíricamente, sin embargo, la variación de la relación real de intercambio de la zona del euro se explica, en su mayor parte, por los precios del crudo.

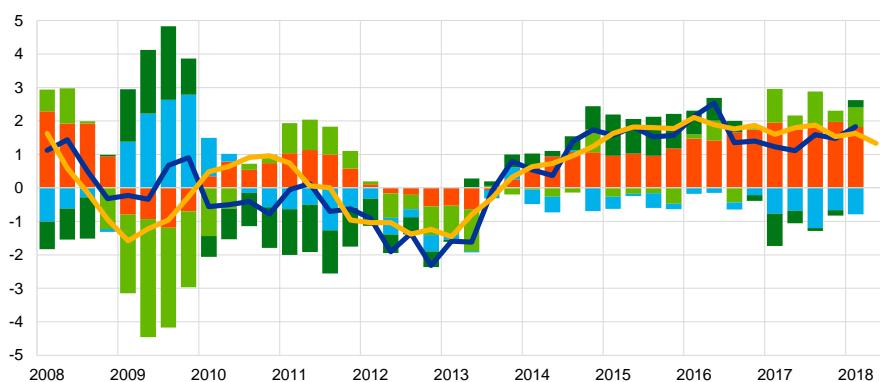
¹⁹ Véase D. Backus y M. Crucini, «*Oil prices and the terms of trade*», *Journal of International Economics*, vol. 50, n.º 1, pp.185-213.

influyen en la renta disponible real de los hogares²⁰. Incluso si cambian los canales por los que los precios del crudo inciden en la economía, este enfoque sigue evidenciando una relación estable entre la variación del poder adquisitivo por efecto del petróleo y el consumo privado. Esto es relevante ante cambios en el peso del petróleo en el consumo e innovaciones en la producción de bienes energéticos y no energéticos, por ejemplo, debido al aumento de la eficiencia energética o a la utilización de nuevas tecnologías en la producción de petróleo no convencional²¹.

Gráfico C
Renta disponible y consumo de los hogares

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

- Renta disponible real
- Consumo real
- Remuneración de los asalariados
- Excedente de explotación y rentas de la propiedad
- Impuestos directos, cotizaciones sociales y transferencias
- Relación real de intercambio



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Todos los componentes de la renta están deflactados por el deflactor del PIB. La contribución de la relación real de intercambio se aproxima por el diferencial entre los deflactores del PIB y del consumo. El consumo y la renta disponible total están deflactados por el deflactor del consumo.

No se espera que las recientes subidas del precio del petróleo frustren el avance del consumo privado. Aunque no cabe duda de que la caída de los precios del crudo en 2014 y 2015 favoreció la expansión del consumo privado, el crecimiento global de la renta disponible real desde 2013 ha estado impulsado principalmente por las rentas del trabajo (Véase gráfico C). Entre mediados de 2017 y mediados de 2018, los precios del petróleo aumentaron desde unos 50 dólares estadounidenses por barril hasta alrededor de 75 dólares por barril. Si estos precios permanecen en su nivel actual, es poco probable que este incremento reduzca de forma significativa el crecimiento de la renta disponible real y del consumo privado. Además, los precios del crudo todavía se sitúan muy por debajo de los niveles observados entre 2011 y 2014. Es de esperar que el consumo mantenga su solidez a medida que los mercados laborales continúen mejorando²².

²⁰ Véase O. Blanchard y J. Galí, «The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?», en J. Galí y M. Gertler (eds.), *International Dimensions of Monetary Policy*, University of Chicago Press, 2010, pp. 373-421.

²¹ Véase M. Fosco y T. Klitgaard, «[Recycling Oil Revenue](#)», *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 14 de mayo de 2018.

²² Véase el artículo titulado «[Private consumption and its drivers in the current economic expansion](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2018.

4

El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero: situación una década después de la crisis financiera

João Domingues Semeano y Marien Ferdinandusse

En este recuadro se presenta un nuevo análisis del impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero adoptadas en los diez años transcurridos desde el estallido de la crisis financiera. La economía de la zona del euro comienza su quinto año de expansión y parece un buen momento para hacer balance de los costes fiscales de la crisis y de la medida en que la recuperación económica ha ayudado a resarcirse de ellos. A tal fin, el análisis se centra en el impacto de las medidas en los déficits y en la deuda, y en los avales públicos concedidos a las entidades de crédito y otras instituciones financieras²³. Desde la crisis se han dado pasos para mejorar la supervisión del sector financiero, la resolución ordenada de las instituciones financieras inviables, la sostenibilidad de las finanzas públicas y la resiliencia de los deudores soberanos, por ejemplo, creando órganos como el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución y el Consejo Fiscal Europeo.

Las medidas de apoyo al sector financiero pueden afectar al déficit y a la deuda de distinta manera. Las medidas de apoyo al sector financiero, a menos que se financien con reservas de efectivo, incrementarán la deuda bruta de las Administraciones Públicas. También afectarán al saldo presupuestario si la operación supone una pérdida clara para el Estado²⁴. En este caso, se clasifican como una transferencia de capital a efectos estadísticos, lo que significa que tienen impacto en el saldo presupuestario y en la ratio de deuda. La adquisición de activos financieros por encima de su precio de mercado y las inyecciones de capital para cubrir las pérdidas bancarias son algunos ejemplos típicos. Sin embargo, si el Gobierno recibe acciones de un banco o títulos de deuda cuyo valor se considera equivalente al de la inyección de capital que realiza, la medida de apoyo se clasifica como una operación financiera que solo afecta a la deuda bruta de las Administraciones Públicas. La reclasificación estadística de las entidades del sector financiero al sector de Administraciones Públicas, que refleja especialmente su nacionalización, también aumenta la deuda pública, pero no el déficit presupuestario.

²³ El impacto de las correlaciones negativas entre la estabilidad del sector financiero y las condiciones de financiación pública que contribuyeron a la crisis de deuda soberana en algunos países de la zona del euro a partir de 2010 queda fuera del alcance de este recuadro. Para obtener una descripción de los canales y riesgos de espiral de reacciones adversas entre el sector financiero y las finanzas públicas, véanse «[Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los gobiernos al sector bancario](#)», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2009, e «[Interacciones entre la política monetaria y la política fiscal en una unión monetaria](#)», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2012.

²⁴ Para consultar información más detallada sobre la clasificación estadística de las medidas de apoyo al sector financiero, véanse «[The fiscal impact of financial sector support during the crisis](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2015, y H. Maurer y P. Grussenmeyer, «[Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact](#)», *Statistics Paper Series*, n.º 7, BCE, 2015.

El impacto fiscal del apoyo que los Gobiernos de la zona del euro prestaron al sector financiero tras la crisis financiera de 2008 fue significativo y muy distinto entre países, y solo se ha revertido parcialmente (véase gráfico A).

Durante y después de la crisis financiera mundial que estuvo marcada por la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, la mayoría de los Gobiernos de la zona del euro proporcionaron apoyo a instituciones financieras concretas con el fin de proteger la estabilidad financiera²⁵. El volumen y el momento de la ayuda fue muy diferente de unos países a otros (véanse gráficos B y C)²⁶.

Gráfico A

Impacto de las medidas de apoyo al sector financiero en el déficit y en la deuda de la zona del euro, y volumen de pasivos contingentes



Fuente: Eurostat.

Nota: Los valores positivos indican un aumento del déficit. El impacto en el déficit se presenta neto de los ingresos generados por las medidas de apoyo financiero, como dividendos recibidos de acciones en instituciones financieras y comisiones recibidas por avales públicos.

A escala de la zona del euro, las medidas de apoyo al sector financiero tuvieron un impacto muy significativo en el déficit presupuestario agregado en 2010 (0,7 % del PIB), en 2012 (0,5 % del PIB) y en 2013 (0,3 % del PIB) (véase gráfico A). Únicamente un país, Alemania, registró un aumento tangible de su déficit en 2008 como consecuencia de las medidas de apoyo al sector financiero; el número de países se amplió a seis en 2009 y alcanzó su máximo de nueve en 2012 (véase gráfico B). El impacto de estas medidas sobre el déficit de la zona del euro, pese a que ha ido reduciéndose hasta hace poco, nunca ha sido cero en los últimos diez años, y, además, volvió a aumentar en 2017 debido a las transferencias de capital en Italia, Portugal y Chipre. Si se analiza a lo largo de varios años, la dimensión del impacto fue en muchos casos igual, o incluso muy superior, al efecto de las medidas fiscales adoptadas durante ciclos presupuestarios ordinarios. El impacto acumulado entre 2008 y 2017 superó la media de la zona del euro en ocho

²⁵ Para obtener una descripción de la crisis financiera y de las medidas fiscales y financieras adoptadas, véanse A. Riet. (ed.), «[Euro area fiscal policies and the crisis](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, 2010, y S. Stolz y M. Wedow, «[Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 117, BCE, 2010.

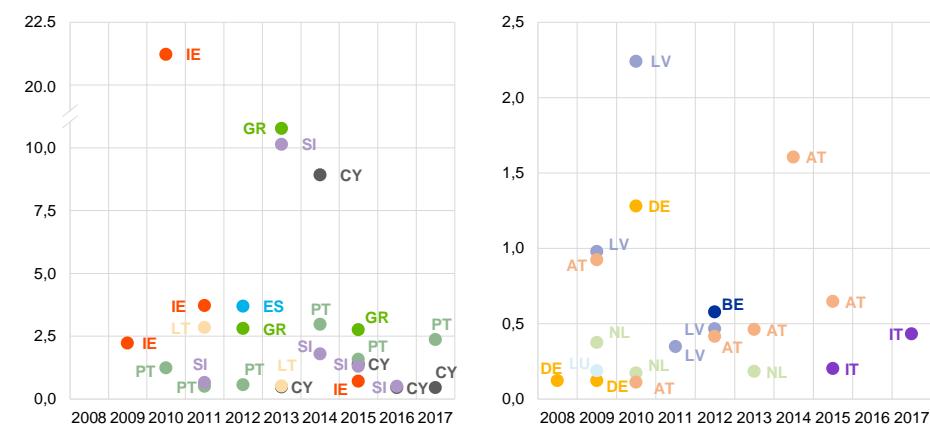
²⁶ Solo cuatro países —Estonia, Malta, Eslovaquia y Finlandia, que conjuntamente representan el 3 % del PIB de la zona del euro— no necesitaron adoptar medidas que afectaran a su déficit o su deuda.

países, donde los incrementos del déficit presupuestario oscilaron entre más de 4 puntos porcentuales del PIB en España, Austria y Letonia, y más de 27 puntos porcentuales en Irlanda (véase gráfico B).

Gráfico B

Impacto neto de las medidas de apoyo al sector financiero en el déficit de las Administraciones Públicas

(porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

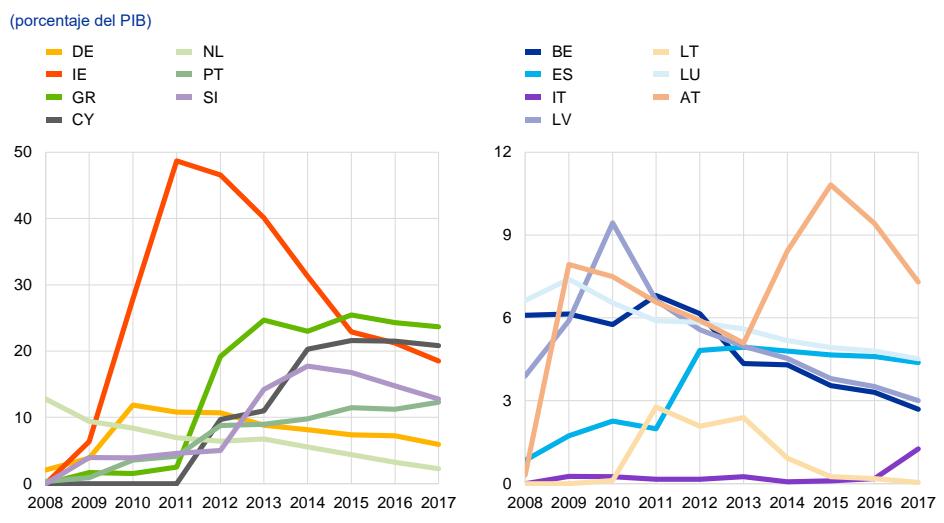
Notas: El gráfico no incluye a los países que no recibieron medidas de apoyo que afectaron al déficit (Estonia, Malta, Eslovaquia y Finlandia) o en los que dichas medidas solo tuvieron un impacto marginal (0,1 % del PIB en Francia en 2012). Los valores positivos indican un aumento del déficit. El impacto en el déficit se presenta neto de los ingresos generados por las medidas de apoyo financiero, como dividendos recibidos de acciones en instituciones financieras y comisiones recibidas por avales públicos. A efectos de facilitar la lectura, los países se dividen en dos grupos, de forma que cada panel presente el mismo número de casos: el panel izquierdo excluye las observaciones con un impacto en el déficit inferior al 0,4 % del PIB y el panel derecho aquellas cuyo impacto es inferior al 0,1 % del PIB.

El impacto sobre la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro, que alcanzó un máximo de casi el 5,9 % en 2012, se situó en el 4,1 % en 2017.

El impacto máximo de las medidas de apoyo sobre la ratio deuda/PIB fue del 10 % o superior en ocho países de la zona del euro (véase gráfico C), a saber, Alemania, Países Bajos, Austria y Eslovenia, así como los cuatro países que requirieron un programa de ajuste de la UE y el FMI (Irlanda, Grecia, Chipre y Portugal). El perfil temporal del impacto de estas medidas sobre la deuda bruta de las Administraciones Públicas varía considerablemente. El impacto ha comenzado a revertirse parcial y lentamente en la mayoría de los países y en el conjunto de la zona del euro, gracias a los ingresos generados por las medidas de apoyo, como dividendos recibidos de acciones en instituciones financieras y comisiones recibidas por avales públicos, y la venta de activos financieros. Por países, la recuperación del apoyo prestado ha sido especialmente notable en Irlanda, donde el impacto de las medidas de apoyo al sector financiero sobre la ratio deuda/PIB se había reducido en 30 puntos porcentuales en 2017 con respecto al máximo registrado, y también en los Países Bajos (diez puntos porcentuales desde el máximo), en Letonia y en Alemania (seis puntos porcentuales desde el máximo). Sin embargo, las medidas de apoyo incrementaron la deuda en Italia, Chipre y Portugal en 2017.

Gráfico C

Impacto de las medidas de apoyo al sector financiero sobre la deuda bruta de las Administraciones Públicas



Fuente: Eurostat.

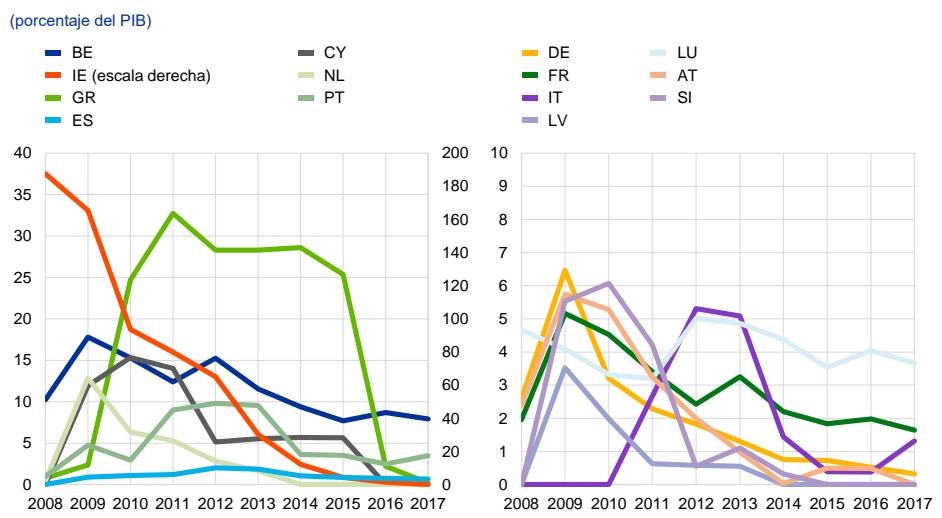
Nota: El gráfico no incluye a los países que no recibieron medidas de apoyo que afectaron a la deuda bruta (Estonia, Malta, Eslovaquia y Finlandia) o en los que dichas medidas solo tuvieron un impacto marginal (0,6 % del PIB en 2008 y 0,1 % del PIB en 2012 en Francia).

Los pasivos contingentes de la zona del euro cayeron desde más del 8 % del PIB en 2009 hasta el 1,4 % en 2017. En la mayoría de los casos, las garantías explícitas que muchos Gobiernos de la zona del euro otorgaron a entidades concretas en el punto álgido de la crisis financiera —o, en unos pocos casos, la financiación de entidades de gestión de activos— han ido disminuyendo hasta desaparecer (véase gráfico D). Ello es positivo, ya que el retorno a la estabilidad financiera permitió no renovar las garantías a su vencimiento. Sin embargo, algunas garantías se han ejecutado, y las entidades receptoras han sido clasificadas en el sector de Administraciones Públicas, haciendo que la reducción de las garantías se corresponda con un aumento equivalente de la deuda y/o el déficit públicos. Por ejemplo, una quinta parte de las garantías otorgadas en la privatización parcial del banco portugués Novo Banco en octubre de 2017, equivalentes al 2 % del PIB, se han ejecutado, lo que ha incrementado el déficit de 2018 en 0,4 puntos porcentuales del PIB. Seis países de la zona del euro, entre ellos Francia, Italia y España, todavía tenían pasivos contingentes por valor superior al 1 % del PIB en 2017. Además, en julio de 2018, Chipre otorgó garantías para un plan de protección de activos como parte de la venta de Cyprus Cooperative Bank (CCB). Este plan cubre pérdidas potenciales no esperadas sobre activos adquiridos por el comprador de CCB, por un valor aproximado del 13 % del PIB²⁷.

²⁷ Estas garantías se suman al apoyo público en forma de bonos y colocaciones de efectivo por un valor de alrededor del 18 % del PIB, cuya clasificación estadística está aún por determinar.

Gráfico D

Volumen de pasivos contingentes



Fuente: Eurostat.

Notas: El gráfico no incluye a los países que no tienen pasivos contingentes relacionados con el apoyo al sector financiero. (Estonia, Malta, Eslovaquia y Lituania) o en los que dichos pasivos son mínimos (0,1 % del PIB en Finlandia en 2008). Los pasivos contingentes se refieren a los avales y garantías públicos otorgados al sector bancario. Las garantías públicas vivas no incluyen garantías sobre depósitos minoristas (excepto en el caso de Irlanda entre el 30 de septiembre de 2008 y el 29 de septiembre de 2010) ni avales públicos para la provisión de liquidez de emergencia.

El impacto fiscal generalizado, significativo y duradero de las medidas de apoyo al sector financiero subraya la importancia de seguir reforzando el marco institucional en la zona del euro. De conformidad con las conclusiones de la Cumbre del Euro del 29 de junio de 2018, todavía se ha de avanzar en la culminación de la unión bancaria y en el reforzamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad. Será necesario seguir trabajando en esta agenda de reformas, así como en la salvaguarda de la sostenibilidad fiscal, a fin de evitar futuras crisis financieras y de mitigar su consiguiente impacto fiscal.