

Artículos

1 El producto potencial en el período posterior a la crisis

Malin Andersson, Bela Szörfi, Máté Tóth y Nico Zorell

Los analistas económicos suelen considerar que el producto potencial es el mayor nivel de actividad económica que puede sostenerse a largo plazo. Las variaciones que registra pueden deberse a factores como la oferta de trabajo, la inversión de capital y la innovación tecnológica. Según estimaciones recientes de instituciones internacionales, la economía de la zona del euro estaría actualmente en un nivel próximo a su potencial. La expansión económica en curso parece haber absorbido en gran medida la capacidad productiva sin utilizar derivada de la crisis financiera global y la crisis de la deuda soberana. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento estimada del producto potencial también parece haber recuperado la mayor parte del dinamismo que mostraba antes de la crisis, impulsada principalmente por el aumento de la población activa, el descenso del desempleo tendencial y ganancias de productividad superiores. De cara al futuro, las proyecciones elaboradas por instituciones internacionales sugieren que el crecimiento real del PIB de la zona del euro seguirá superando el potencial a corto plazo. Así pues, es probable que las restricciones de oferta se acentúen cada vez más en el futuro, lo que favorecería un incremento gradual de la inflación en la zona del euro.

Introducción

El producto potencial es un concepto económico fundamental ya que su evolución determina la rapidez con la que una economía puede crecer de manera sostenible. Habitualmente se considera que el producto potencial es el nivel de actividad económica más elevado que puede sostenerse con la tecnología y los factores de producción disponibles —en particular, el trabajo y el capital—, sin generar presiones inflacionistas. Las instituciones que facilitan y fomentan la innovación, la acumulación de factores y una asignación eficiente de los recursos contribuyen especialmente a acelerar el crecimiento del producto potencial. Por lo tanto, las políticas estructurales sólidas son esenciales para promover un crecimiento sostenible.

En el caso de los bancos centrales, las estimaciones del producto potencial pueden respaldar los análisis relativos a la situación del ciclo económico y sus consecuencias para la dinámica de los salarios y los precios. Si la actividad económica supera el nivel del producto potencial, en condiciones normales, la mayor utilización de los factores presionará al alza sus costes y, en última instancia, los precios de consumo. De igual modo, estas presiones inflacionistas suelen remitir cuando la actividad económica desciende por debajo del nivel del producto potencial. Así pues, la brecha de producción, definida como la desviación porcentual del nivel de producto observado (es decir, del PIB real) con

respecto al nivel potencial, se considera a menudo un indicador de la situación del ciclo económico y de posibles presiones inflacionistas. Las estimaciones del producto potencial también sirven de base para ajustar los saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas por los efectos del ciclo económico y se incluyen en los análisis de sostenibilidad de la deuda pública a largo plazo. Además, también se utilizan para valorar el impacto de las reformas estructurales.

Dado que el producto potencial no es observable, solo puede estimarse con incertidumbre. Existen diversos métodos para estimar el producto potencial a partir de datos observados. No obstante, con independencia del método utilizado, estas estimaciones están sujetas a un considerable grado de incertidumbre y, con frecuencia, a revisiones significativas con el tiempo, por lo que han de tratarse con cautela.

Con este trasfondo, en este artículo se arroja algo de luz sobre la evolución del producto potencial de la zona del euro en el período posterior a la crisis.

En la sección 2 se analiza el concepto de producto potencial y su medición. En la sección 3 se examina su evolución reciente, mientras que en las secciones 4 y 5 se estudian más detenidamente sus principales factores determinantes. Por último, en la sección 6 se presentan las principales conclusiones en materia de políticas estructurales.

Conclusiones

Las estimaciones disponibles indican que el crecimiento potencial de la zona del euro ha aumentado en los últimos años, aunque sigue siendo menor que antes de la crisis financiera global. Se estima que el crecimiento potencial —tras registrar una significativa desaceleración durante la crisis— se ha recuperado desde el inicio de la actual fase expansiva. Durante los últimos años, este crecimiento se ha sustentado en el avance de la población activa, en el descenso del desempleo tendencial y en mayores ganancias de productividad. Aunque la formación de capital también ha experimentado una aceleración en los años recientes, se mantiene por debajo de los niveles anteriores a la crisis.

Se espera que las restricciones de oferta se acentúen cada vez más en el futuro, lo que favorecería el incremento gradual del crecimiento de los salarios y de la inflación subyacente. Durante la recuperación económica, el avance del PIB real ha superado de forma sistemática las estimaciones de crecimiento potencial disponibles, lo que ha dado lugar a una reducción progresiva de la brecha de producción que se abrió durante la crisis. La economía parece situarse actualmente en un nivel próximo a su potencial. Sin embargo, se ha de señalar que las estimaciones relativas al producto potencial y la brecha de producción conllevan un elevado grado de incertidumbre.

Dados los retos inminentes que plantea el envejecimiento de la población, es esencial formular políticas estructurales bien diseñadas que se centren en la

mejora de la productividad para impulsar el crecimiento potencial³⁸. Se espera que el envejecimiento de la población ejerza una presión a la baja sobre el crecimiento potencial de la zona del euro en las próximas décadas. Esto podría contrarrestarse, al menos en parte, con sólidas políticas estructurales dirigidas a los mercados de trabajo, de productos y de servicios con el objetivo de elevar la contribución del trabajo o de la productividad total de los factores al crecimiento potencial. Para aprovechar todo el potencial de la digitalización, la economía de la zona del euro ha de mejorar la calidad de la infraestructura digital y la disponibilidad de competencias digitales. La profundización del mercado único y las reformas del mercado de productos encaminadas a aumentar la competencia, especialmente en el sector servicios, también fomentarían el crecimiento de la productividad. Además, la reducción de los trámites administrativos facilitaría la entrada y la salida de las empresas y una redistribución eficiente de los recursos entre ellas. El crecimiento de la población activa y del empleo podría verse impulsado por políticas que ayuden a que los parados de larga duración, los migrantes y otros grupos con tasas de actividad aún reducidas accedan o se reincorporen al mercado laboral o encuentren un empleo que se adecue mejor a su nivel de cualificación.

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

³⁸ Véanse K. Masuch, R. Anderton, R. Setzer y N. Benalal (eds.), «Structural policies in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 210, BCE, junio de 2018, y «Economic Surveys: European Union», OCDE, 2018.

2 La situación del mercado de la vivienda en la zona del euro

Niccolò Battistini, Julien Le Roux, Moreno Roma y John Vourdas

El mercado de la vivienda tiene importantes implicaciones macroeconómicas y macroprudenciales para la economía de la zona del euro. En vista de la duración del repunte de los precios de la vivienda y de la inversión residencial de la zona del euro, que se inició a finales de 2013, analizar la situación del mercado de la vivienda resulta especialmente esclarecedor. En este artículo se examina la actual fase alcista del mercado de la vivienda, desde una perspectiva cronológica y de variables fundamentales. Asimismo, se explora un conjunto seleccionado de indicadores que podrían aportar información sobre la situación de este mercado, y se describen con más detalle los factores de oferta y de demanda que explican el auge actual, así como su importancia relativa.

Introducción

Comprender y realizar un seguimiento de la situación del mercado de la vivienda es importante por sus implicaciones macroeconómicas y macroprudenciales. La evolución del mercado de la vivienda influye en las decisiones de inversión y de consumo y, por tanto, puede ser un determinante fundamental del ciclo económico en general. También tiene efectos riqueza y colaterales, de modo que puede desempeñar un papel clave en la configuración del ciclo financiero en sentido amplio. La importancia del mercado de la vivienda en los ciclos económico y financiero hace que sea objeto de un seguimiento y evaluación periódicos a efectos de consideraciones de política monetaria y de estabilidad financiera³⁹. Esto es especialmente relevante, ya que los mercados de la vivienda pueden ser el origen de fases expansivas y recesivas, con consecuencias graves y duraderas para la evolución económica y financiera. Estos episodios suelen reflejar una disociación entre las expectativas sobre las tendencias de estos mercados y sus determinantes fundamentales.

El mercado de la vivienda presenta una dimensión relacionada con los precios y otra con el volumen. Los precios de los inmuebles residenciales (en adelante «precios de la vivienda») y la inversión residencial son dimensiones relevantes en las que se centra este artículo. En un contexto más amplio, se puede considerar que son los resultados de la interacción entre diferentes factores de oferta y de demanda. Los precios y el volumen no evolucionan necesariamente de forma sincronizada, por lo que los posibles desajustes entre ambos pueden constituir una fuente de información adicional, aunque también pueden dificultar la evaluación global de la situación del mercado de la vivienda. Por lo que se refiere a la zona del euro, en este análisis se ha de tener en cuenta la limitación que supone la considerable heterogeneidad existente entre los distintos mercados de la vivienda y

³⁹ Para un análisis anterior de este tema, véase el artículo titulado «[The state of the house price cycle in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2015.

su evolución en cada país. Además, separar la evolución que pueda estar asociada a episodios de expansión y recesión anteriores de la relacionada con un período de política monetaria acomodaticia o con cambios en los factores estructurales aumenta la complejidad del análisis.

La situación del mercado de la vivienda no es observable por su naturaleza, pero puede analizarse desde perspectivas diferentes. Desde un punto de vista cronológico, la situación de este mercado puede caracterizarse por la duración de sus fases alcistas o bajistas, particularmente en comparación con la duración media de esas fases. Desde la perspectiva de las variables fundamentales, puede evaluarse por la posición de los indicadores clave en relación con los valores de referencia, por ejemplo, para determinar una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda o unos niveles de actividad constructora insosteniblemente elevados. El conjunto de indicadores que podrían aportar información sobre el mercado de la vivienda es amplio, por lo que el análisis de este artículo ha de ser selectivo⁴⁰. Su objetivo es distinguir a grandes rasgos entre factores de oferta y de demanda, si bien incluso esta distinción puede resultar difícil dada la naturaleza de algunos de los indicadores.

Con este trasfondo, el artículo incluye dos secciones principales. En la sección 2 se pone en perspectiva la evolución reciente de los precios de la vivienda y de la inversión residencial en relación con el ciclo económico. Salvo indicación en contrario, estos dos indicadores se expresan en términos nominales y reales, respectivamente. En la sección 3 se describen con más detalle los factores de oferta y de demanda que explican la actual fase alcista del mercado de la vivienda, así como su importancia relativa.

Conclusiones

El mercado de la vivienda de la zona del euro se encuentra en una etapa alcista desde finales de 2013 y en una fase del ciclo relativamente avanzada en términos de duración. Los precios de la vivienda han superado los máximos registrados antes de la crisis, mientras que la inversión residencial se mantiene en niveles significativamente inferiores. La situación del mercado de la vivienda de la zona del euro no se caracteriza, por ahora, por unos niveles generalizados de actividad inversora y de precios de la vivienda que se sitúan por encima de sus variables fundamentales. Sin embargo, la considerable heterogeneidad que presenta su evolución en los distintos países y dentro de cada país hace que sea más difícil llevar a cabo una evaluación global.

Se espera que la fase alcista del mercado de la vivienda continúe, aunque a un ritmo más moderado. Esta perspectiva refleja las expectativas de las previsiones y proyecciones actualmente disponibles, que indican que la expansión económica proseguirá en la zona del euro como resultado del impacto favorable de una

⁴⁰ A este respecto, en el artículo no se analizan algunos indicadores que se incluyen normalmente en otras evaluaciones del mercado de la vivienda, como la situación de los balances de los hogares. Véanse otros indicadores en, por ejemplo, «Methodologies for the Assessment of Real Estate Vulnerabilities and Macroprudential Policies – Residential Real Estate», JERS, de próxima publicación.

orientación muy acomodaticia de la política monetaria, la mejora de las condiciones del mercado de trabajo y la mayor fortaleza de los balances. Este contexto genera unas condiciones de renta y financiación propicias para la demanda de vivienda. Asimismo, se prevé que la concesión de préstamos a hogares para adquisición de vivienda mantenga su dinamismo en los próximos años. No obstante, también se espera una ralentización de la tasa de expansión del mercado de la vivienda, en consonancia con la desaceleración prevista en el ritmo de actividad económica. La inversión residencial también podría moderarse debido a las crecientes restricciones de oferta en algunos países de la zona del euro, que en la actualidad pueden ser más intensas que en el conjunto de sus respectivas economías. Estas restricciones, sin embargo, podrían mitigar la moderación esperada de los precios de la vivienda.

El seguimiento de un amplio conjunto de indicadores relacionados con la vivienda es fundamental para la evaluación de las implicaciones macroeconómicas y macroprudenciales del mercado de la vivienda. Para evaluar íntegramente la situación de este mercado, es necesario considerar los principales factores determinantes tanto de la oferta como de la demanda y su interacción. Además, dadas las numerosas interacciones entre las variables reales y las financieras, para comprender plenamente las implicaciones macroeconómicas y macroprudenciales de la actual fase alcista del mercado de la vivienda, habría que realizar un seguimiento continuo de un conjunto más amplio de indicadores —algunos de los cuales se analizan en este artículo—, distintos de los precios de la vivienda y la inversión residencial (como la evolución del crédito, la valoración de los precios de la vivienda, los balances de los hogares, etc.).

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