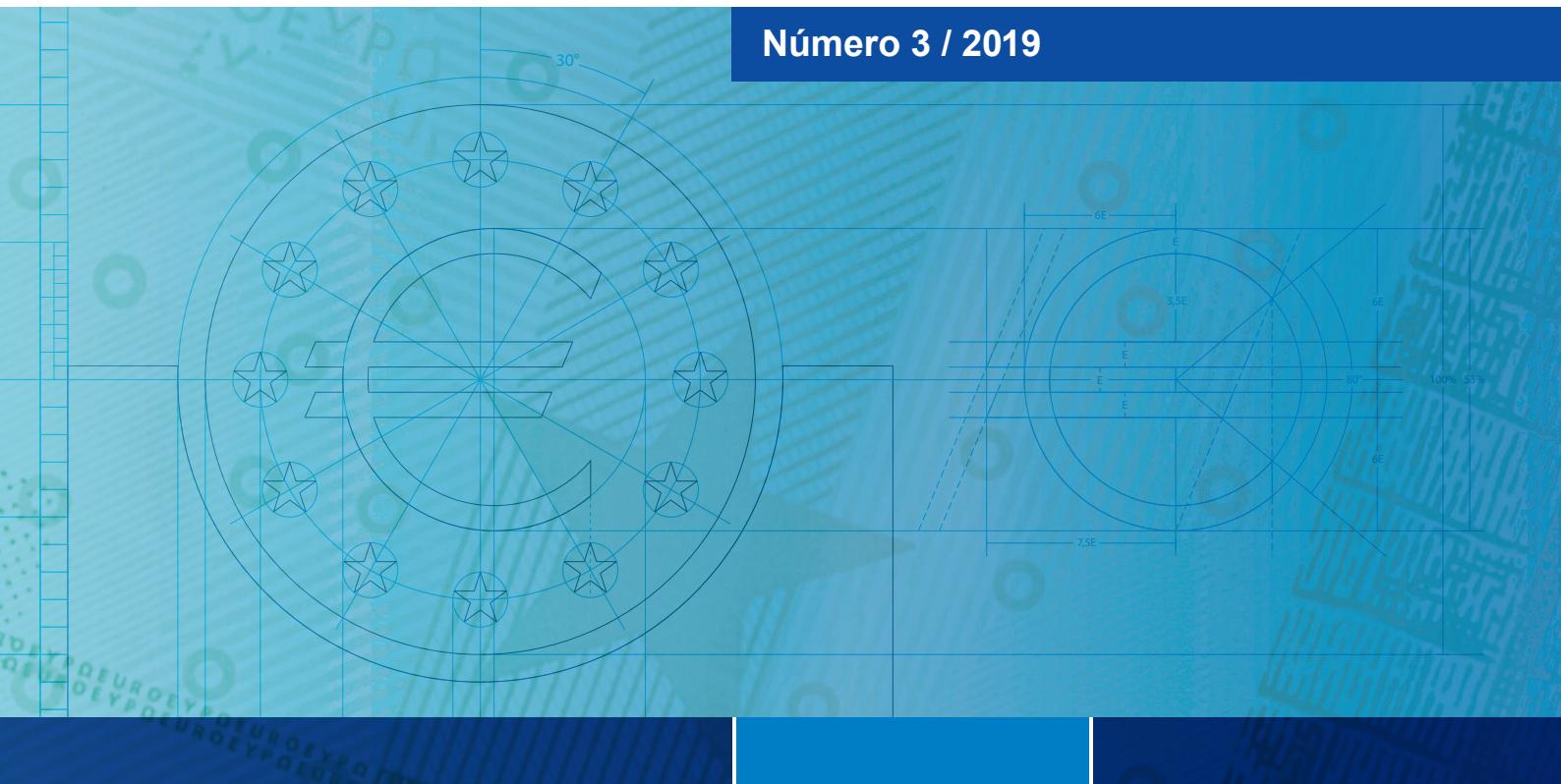


## Boletín Económico

Número 3 / 2019



# Índice

<b>Índice</b>	<b>1</b>
<b>Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria</b>	<b>2</b>
Resumen	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	9
3 Actividad económica	12
4 Precios y costes	16
5 Dinero y crédito	19
<b>Recuadros</b>	<b>24</b>
1 Qué significan las señales de maduración del ciclo tecnológico para la economía mundial	24
2 El papel del riesgo global, el dólar estadounidense y los factores nacionales en los tipos de cambio de las monedas de las economías emergentes	28
3 Análisis de los factores que explican la ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro en 2018	34
4 La capacidad predictiva de M1 real sobre la actividad económica real de la zona del euro	39
<b>Artículos</b>	<b>44</b>
1 Las implicaciones económicas del aumento del proteccionismo desde una perspectiva mundial y de la zona del euro	44
2 Las reglas fiscales de la zona del euro y las enseñanzas de otras uniones monetarias	47

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

La información disponible desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada en marzo confirma que la ralentización del ritmo de crecimiento continuará durante este año. Aunque hay señales de que algunos de los factores idiosincrásicos internos que frenan el crecimiento están desapareciendo, las dificultades observadas a escala mundial siguen lastrando la evolución del crecimiento de la zona del euro. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja debido a la persistencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes. Al mismo tiempo, la mejora adicional del empleo y la subida de los salarios continúan apoyando la resiliencia de la economía de la zona y el aumento gradual de las presiones inflacionistas. Sin embargo, sigue siendo necesario un amplio grado de acomodación monetaria para mantener unas condiciones de financiación favorables y respaldar la expansión económica, y asegurar con ello que la inflación continúe convergiendo de forma sostenida hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, reforzadas por las reinversiones del considerable volumen de activos adquiridos y la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), ofrecen un estímulo monetario significativo.

Los indicadores de opinión de la actividad económica mundial se han deteriorado en el primer trimestre de 2019. Concretamente, el comercio global ha continuado desacelerándose en un contexto de cambio del ciclo industrial mundial y de aumento de las tensiones comerciales. La inflación global se ha reducido en los primeros meses del año, en gran medida como consecuencia de la menor contribución del componente energético.

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro disminuyeron ligeramente, en general, en un contexto en el que los tipos de interés libres de riesgo a escala mundial descendieron y la curva de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja. La evolución de los diferenciales de la deuda soberana mostró cierta heterogeneidad en la zona del euro. Los precios de las acciones aumentaron en un entorno de tipos de interés libres de riesgo más bajos y de volatilidad estable y reducida. En consecuencia, los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada se estrecharon. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo sin variación, en términos generales.

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2 %, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre de 2018, tras registrar un incremento del 0,1 % en el tercer

trimestre. Los últimos datos continuaron siendo débiles, debido fundamentalmente a la desaceleración de la demanda externa, agravada por factores relacionados con países y sectores específicos. Dado que estos factores están teniendo un impacto algo más prolongado, se espera que la ralentización del ritmo de crecimiento continúe durante este año. Más adelante, se espera que el efecto de estos factores adversos desaparezca. La expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en las favorables condiciones de financiación, en la mejora adicional del empleo y la subida de los salarios, y en el crecimiento sostenido, aunque algo más lento, de la actividad mundial.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,4 % en marzo de 2019, tras el 1,5 % registrado en febrero de 2019, debido principalmente a un descenso de la tasa de variación de los precios de los alimentos, los servicios y los bienes industriales no energéticos. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general disminuya en los próximos meses. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en general en niveles moderados, las presiones de los costes laborales se han intensificado y ampliado en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente aumente gradualmente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica y por el mayor crecimiento de los salarios.

En lo que respecta a la evolución monetaria, la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio (M3) aumentó hasta el 4,3 % en febrero de 2019, desde el 3,8 % de enero. El avance de M3 sigue estando respaldado por la creación de crédito bancario, y el agregado monetario estrecho (M1) volvió a ser el factor que más contribuyó a su crecimiento. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras repuntó hasta situarse en el 3,7 % en febrero de 2019 y se ha moderado en los últimos meses, debido a la reacción retardada típica frente a la desaceleración del crecimiento económico. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se mantuvo prácticamente sin variación en el 3,3 % en febrero. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al primer trimestre de 2019 sugiere que las condiciones generales de concesión de crédito continuaron siendo favorables.

Combinando los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno concluyó que sigue siendo necesario un amplio grado de acomodación monetaria para que continúe la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

Basándose en esta valoración, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, y sigue esperando que permanezcan en los niveles actuales al menos hasta el final de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la convergencia sostenida y continuada de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

El Consejo de Gobierno confirmó que el Eurosistema seguirá reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que el Consejo de Gobierno comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

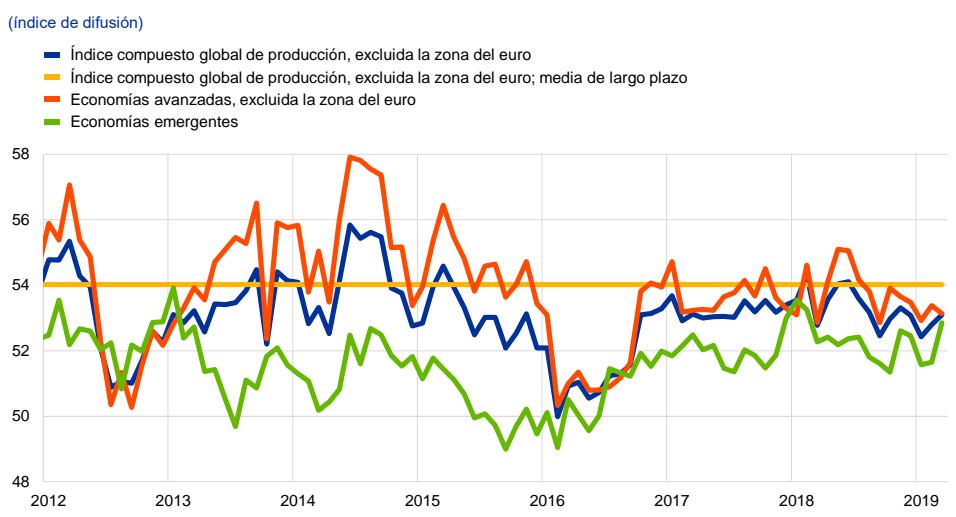
El Consejo de Gobierno reiteró que está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la manera adecuada, con el fin de asegurar que la inflación continúe avanzando de forma sostenida hacia su objetivo.

Las condiciones precisas de la nueva serie de TLTRO (TLTRO-III) se comunicarán en una de las próximas reuniones del Consejo de Gobierno. En particular, al determinar los tipos de interés aplicables a las TLTRO-III se tendrá en cuenta una evaluación detallada del canal de transmisión bancario de la política monetaria, así como la evolución de las perspectivas económicas. En el contexto de la valoración periódica del BCE, el Consejo de Gobierno también considerará si para mantener el impacto favorable de los tipos de interés negativos sobre la economía es necesario mitigar sus posibles efectos colaterales sobre la intermediación bancaria.

## Entorno exterior

**Los indicadores globales de opinión apuntan a una cierta desaceleración de la actividad mundial en el primer trimestre de 2019.** El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, aumentó en marzo (véase gráfico 1), ya que el avance del sector servicios compensó con creces el ligero descenso observado en las manufacturas. No obstante, en términos intertrimestrales, el PMI correspondiente al primer trimestre de 2019 se sitúa por debajo del nivel registrado en 2017 y en la primera mitad de 2018, y es acorde con cierta pérdida de impulso del crecimiento global. En las economías avanzadas, el PMI de Estados Unidos elaborado por Markit prácticamente no varió, mientras que el indicador de opinión publicado por el Institute for Supply Management (ISM) relativo a las manufacturas y los servicios retrocedió desde cotas bastante elevadas durante el primer trimestre. Los PMI también disminuyeron en el Reino Unido y en Japón, debido a las caídas registradas en marzo. En las economías emergentes, el PMI trimestral repuntó con fuerza en Brasil, mientras que descendió en India y en Rusia. En China, este indicador se mantuvo sin variación en el primer trimestre, pero se incrementó de forma acusada en marzo.

**Gráfico 1**  
PMI compuesto global de producción



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2019. «Media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y marzo de 2019.

**Los indicadores relativos al comercio global señalan una debilidad continuada a principios del año.** En términos reales, las importaciones de mercancías se redujeron un 1,9 % en enero de 2019, en tasa intertrimestral, en particular como consecuencia de los acusados descensos observados en países asiáticos. Estos descensos están relacionados, en parte, con la considerable volatilidad de los datos sobre el comercio de China en torno al Año Nuevo lunar, lo que dificulta la interpretación de los datos de enero. Al mismo tiempo, el PMI de nuevos pedidos exteriores se mantuvo por debajo del umbral de expansión en marzo (véase gráfico 2). Un indicador más amplio, basado en un componente principal de los indicadores adelantados de comercio mundial,

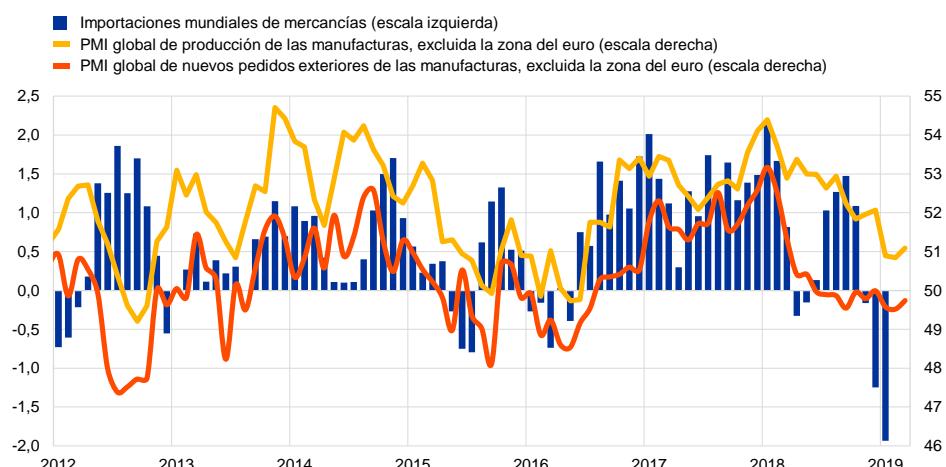
matiza esta imagen y apunta a un aumento marginal del comercio global en el primer trimestre de 2019, tras la moderada evolución registrada en el segundo semestre del año pasado.

**La desaceleración en curso del comercio mundial se debe, en cierta medida, al cambio del ciclo industrial global.** Generalmente, la maduración del ciclo económico global conduce a una moderación del comercio mundial a través de una caída de la actividad inversora. En la coyuntura actual, este patrón se ha visto acentuado por la circunstancia de que gran parte de la debilidad de la economía global se ha concentrado en la actividad industrial. De hecho, el ciclo industrial y el ciclo comercial suelen estar estrechamente correlacionados.

### Gráfico 2

#### Comercio mundial y encuestas

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índices de difusión)



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2019 (importaciones mundiales de mercancías) y a marzo de 2019 (PMI).

**El comercio mundial también se ha visto afectado por otros factores, entre ellos el aumento de las tensiones comerciales.** Las importaciones estadounidenses procedentes de China han caído de forma particularmente acusada en los sectores afectados por los aranceles, pero también se ha producido una fuerte moderación en otras economías asiáticas. Aunque esto podría ser una señal de mayor debilidad de la demanda interna en China, también es posible que sea resultado de la evolución de sectores específicos, especialmente de los de productos electrónicos y automóviles. Estos dos sectores son muy intensivos en comercio y representan una proporción elevada del comercio asiático. En el recuadro 1 se analiza el papel que puede haber desempeñado la maduración del ciclo tecnológico en la desaceleración del comercio en China y en otras importantes economías asiáticas.

**La inflación mundial se mantuvo estable en febrero.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual de los precios de consumo no experimentó variaciones en febrero y permaneció en el 2,1 %, después de registrar varios descensos desde el máximo observado en octubre del año pasado. Si se excluyen los precios de la energía y los

alimentos, la inflación interanual en la OCDE se redujo marginalmente, hasta el 2,1 %. Las tensiones en los mercados de trabajo de importantes economías avanzadas solo se han plasmado, por el momento, en incrementos salariales moderados, lo que sugiere que las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo débiles. De cara al futuro se espera que la inflación permanezca contenida en el corto plazo, así como que la disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global sostenga la inflación subyacente a medio plazo.

**Los precios del petróleo han seguido aumentando desde mediados de marzo.**

Después de subir a mediados de febrero tras la publicación de datos que mostraban una mejora del cumplimiento, por parte de la OPEP+, de los acuerdos para reducir la oferta, los precios del crudo se han incrementado de nuevo desde principios de marzo, hasta un nivel de unos 70 dólares estadounidenses por barril. Desde que, al final del año pasado, la OPEP+ reajustó el acuerdo firmado hace dos años en un esfuerzo por reducir la oferta de petróleo, la producción total del cartel ha disminuido desde enero de 2019. Además, las sanciones de Estados Unidos contra Irán y Venezuela continuaron afectando a la oferta, efecto que se vio agudizado por los cortes del suministro de electricidad en este último país, lo que lastró la producción. Entre las materias primas no energéticas, los precios de los metales y de los alimentos prácticamente no se han modificado desde principios de marzo.

**La expansión de la economía estadounidense sigue siendo sostenida, pero muestra signos de maduración.** El PIB real de Estados Unidos avanzó a una tasa interanual del 2,2 % en el cuarto trimestre de 2018. Este crecimiento reflejó principalmente la contribución positiva del consumo privado y de la inversión fija no residencial, mientras que la aportación de la demanda exterior neta y del gasto público fue negativa. Aunque el crecimiento total del PIB continúa estando respaldado por unos fundamentos sólidos, la actividad económica habría experimentado una desaceleración en el primer trimestre de este año, habida cuenta de una serie de factores puntuales de carácter adverso —como el cierre parcial de la Administración— y de la heterogeneidad de los últimos datos disponibles. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se mantienen contenidas, pese a los aumentos salariales. La inflación interanual medida por el IPC disminuyó ligeramente hasta el 1,5 % en febrero, como resultado, sobre todo, del acusado descenso de los precios de la energía. La inflación medida por el IPC, excluidos los precios de la energía y de los alimentos, cayó de forma marginal y se situó en el 2,1 % en febrero. En cambio, en línea con las tensiones observadas en el mercado de trabajo, el salario medio por hora se incrementó un 3,4 %, en tasa interanual, y continuó con la tendencia al alza iniciada en 2015.

**En Japón, la actividad económica se desaceleró a principios de 2019, tras el repunte registrado hacia finales del año pasado.** El PIB real se incrementó un 0,5 %, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre de 2018, respaldado principalmente por la demanda interna, en particular por la inversión no residencial. Sin embargo, los indicadores de alta frecuencia señalan una ralentización del dinamismo subyacente a comienzos del año. La producción industrial fue muy débil, y actualmente se sitúa por debajo de los niveles observados en el cuarto trimestre de 2018. En términos reales, las exportaciones de bienes en enero y febrero fueron

inferiores, en promedio, a las del año anterior, lo que apunta a que continúa la debilidad de la demanda externa. La inflación medida por los precios de consumo siguió disminuyendo a principios de 2019, debido en gran medida a la evolución de los precios de la energía y los alimentos. La inflación general cayó hasta situarse en el 0,2 %, en tasa interanual, tanto en enero como en febrero, reflejo fundamentalmente de la menor contribución de los precios de la energía y de los acusados descensos de los precios de los alimentos frescos. La inflación subyacente (es decir, excluidos la energía y los alimentos) experimentó un ligero repunte, hasta el 0,3 %.

**En el Reino Unido, el avance del PIB registró una acusada desaceleración en el último trimestre de 2018, en un entorno de elevada incertidumbre relacionada con el Brexit.** El crecimiento intertrimestral del PIB real cayó hasta el 0,2 % en el cuarto trimestre del año pasado, tras el vigoroso avance observado en el trimestre anterior. Los indicadores coyunturales sugieren que la expansión del PIB continuó siendo moderada en el primer trimestre de 2019, ya que la elevada incertidumbre relacionada con el Brexit frena el consumo y la inversión. Pese a la pérdida de impulso del crecimiento mundial, las exportaciones del Reino Unido se recuperaron con fuerza en la segunda mitad del año, favorecidas por la ligera depreciación de la libra esterlina. No obstante, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento sigue siendo negativa, ya que el repunte de las importaciones fue aún más pronunciado, en gran parte debido a la acumulación de existencias por parte de las empresas y los consumidores en previsión del Brexit. Después de experimentar un ligero aumento a mediados de 2018, la inflación interanual medida por el IPC ha seguido disminuyendo y en los dos primeros meses de 2019 cayó hasta el 1,8 %, muy por debajo del máximo del 3 % inducido por la depreciación de la moneda británica que se registró un año antes, y refleja tanto la desaparición del impacto de las fuertes subidas anteriores de los precios de importación como los rápidos descensos de los precios de la energía desde el otoño de 2018.

**En China, el crecimiento económico se está estabilizando.** La mayor debilidad de la actividad en el sector de manufacturas se está viendo compensada, en parte, por la fortaleza de los servicios. Durante los dos primeros meses del año, la producción industrial siguió moderándose y el crecimiento de la inversión en activos fijos se recuperó ligeramente, mientras que el de las ventas al por menor en términos nominales se mantuvo vigoroso. Esta evolución heterogénea fue confirmada por los PMI de las manufacturas y los servicios correspondientes al primer trimestre, que señalan la mayor resistencia de los servicios. Al mismo tiempo, la actividad comercial ha mostrado una acusada volatilidad en los últimos meses, reflejando, en cierta medida, distorsiones relacionadas con el Año Nuevo lunar. Tras los débiles datos de febrero, las autoridades esperan una cierta recuperación en marzo. La inflación interanual medida por el IPC cayó hasta situarse en el 1,5 % en febrero, debido a la pronunciada caída de la contribución del componente de alimentos. La inflación excluida la energía y los alimentos también descendió hasta el 1,8 %. Por otra parte, la inflación interanual medida por los precios industriales se mantuvo estable, en el 0,1 %, en febrero, ya que la disminución de los precios del petróleo se vio contrarrestada por el aumento de los precios en el sector extractivo.

## 2

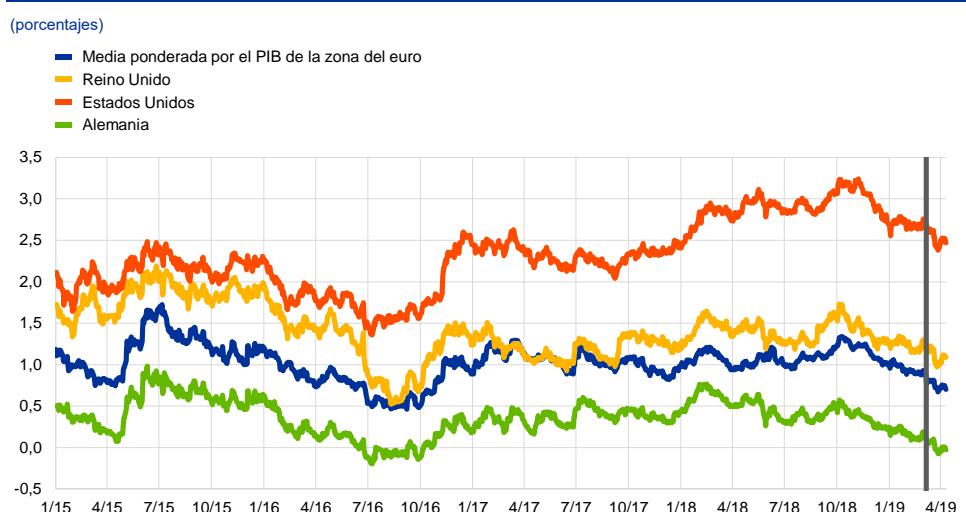
## Evolución financiera

### Los rendimientos a largo plazo han disminuido en la zona del euro y en Estados Unidos.

**Estados Unidos.** Durante el período de referencia (del 7 de marzo al 9 de abril de 2019), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB cayó ligeramente (en torno a 5 puntos básicos), hasta situarse en el 0,72 %, en un contexto de disminución de los tipos de interés libres de riesgo a escala mundial y de volatilidad estable o más reducida en los mercados financieros (véase gráfico 3). El rendimiento de la deuda soberana a diez años retrocedió alrededor de 15 puntos básicos en Estados Unidos y algo menos de 10 puntos básicos en el Reino Unido, y se situó en el 2,50 % y el 1,10 %, respectivamente.

**Gráfico 3**

Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2019). La última observación corresponde al 9 de abril de 2019.

### La evolución de los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo mostró cierta heterogeneidad entre países.

Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana italiana aumentaron 16 puntos básicos, hasta situarse ligeramente por encima del 2,2 %, mientras que los de la deuda española se elevaron 10 puntos básicos, hasta el 0,74 %. Los diferenciales soberanos de Alemania aumentaron marginalmente, en 2 puntos básicos, hasta el –0,34 %, mientras que en el caso de Francia se mantuvieron sin variación en torno a cero. En cambio, los diferenciales de la deuda soberana portuguesa se redujeron 7 puntos básicos, hasta el 0,86 %.

**Los índices bursátiles amplios de la zona del euro repuntaron en un entorno de tipos de interés libres de riesgo más bajos y de volatilidad prácticamente estable.** Durante el período analizado, las cotizaciones del sector bancario y de las sociedades no financieras de la zona del euro registraron un alza del 3,4 % y del 2,9 %, respectivamente. A pesar de algunas sorpresas macroeconómicas negativas, que, en general, provocaron fluctuaciones en las valoraciones de las acciones, las cotizaciones aumentaron durante el período de referencia. Ello se debió

posiblemente a los descensos de los tipos de interés libres de riesgo, en el contexto de expectativas estables e históricamente reducidas entre los participantes en los mercados en relación con la volatilidad futura de estos valores. Entre otros factores, los resultados positivos continuados y la menor preocupación por las tensiones geopolíticas también contribuyeron a sustentar las valoraciones de las acciones.

**Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon ligeramente durante el período analizado.** Como reflejo de las citadas alzas en las cotizaciones, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras con respecto al tipo libre de riesgo ha experimentado un descenso de alrededor de 10 puntos básicos y se ha situado en 70 puntos básicos desde principios de marzo. Los rendimientos de la deuda del sector financiero también han disminuido, en torno a 12 puntos básicos, hasta los 89 puntos básicos. En conjunto, pese a que los diferenciales de los valores de renta fija privada se encuentran actualmente por encima de los mínimos temporales registrados a principios de 2018, se mantienen unos 30 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en –37 puntos básicos durante el período considerado.** El exceso de liquidez se incrementó unos 6 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.904 mm de euros.

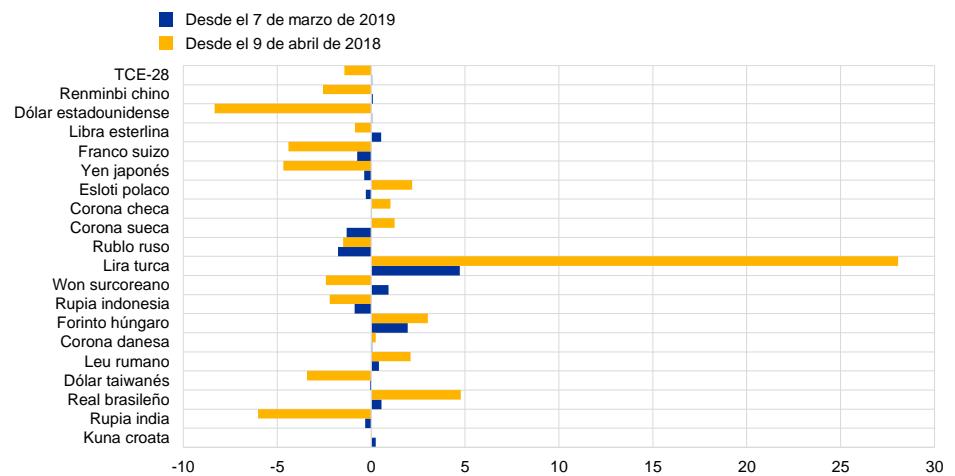
**La curva de tipos forward del eonia se desplazó a la baja durante el período analizado.** El movimiento a la baja de la curva alcanzó un máximo de alrededor de 15 puntos básicos en los plazos cercanos a cinco años. En conjunto, la curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a finales de septiembre de 2022, lo que refleja las expectativas de los mercados de un período prolongado de tipos de interés negativos.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo sin cambios, en términos generales (véase gráfico 4).** En el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se apreció un 0,1 %. Este comportamiento reflejó un modesto fortalecimiento de la moneda única frente al dólar estadounidense (0,1 %) y al renminbi chino (0,1 %), así como una revalorización más acusada frente a la libra esterlina (0,5 %) y frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (con la excepción de la corona sueca y el esloti polaco). Esta evolución solo se vio ligeramente contrarrestada por la depreciación del euro frente a otras monedas importantes, en especial el yen japonés (0,4 %) y el franco suizo (0,7 %), así como frente a las monedas de algunas economías emergentes.

#### Gráfico 4

#### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a una selección de monedas

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 9 de abril de 2019.

### 3

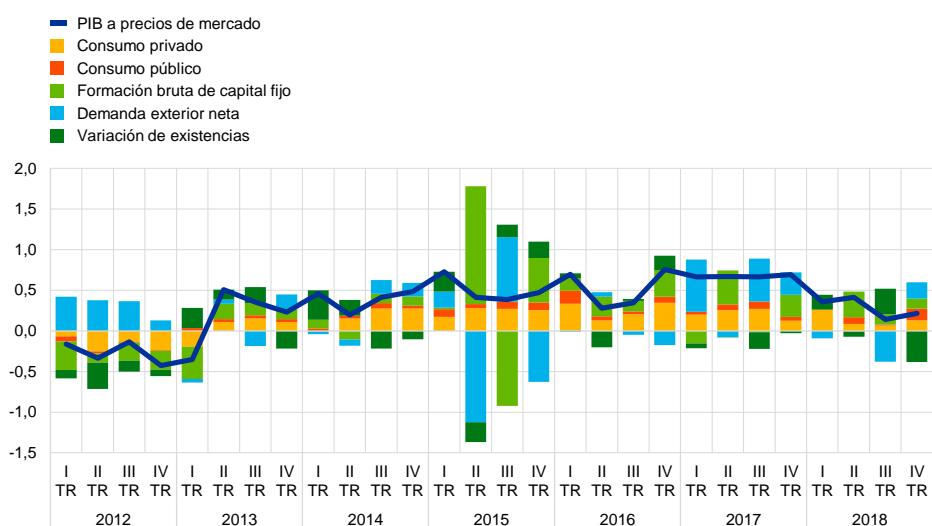
## Actividad económica

**El crecimiento de la zona del euro ha seguido desacelerándose, ya que, en general, los últimos datos han sido más débiles de lo previsto en el primer trimestre de 2019.** El PIB real creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2018, lo que representa un incremento marginal con respecto al trimestre anterior, pero que sigue estando por debajo de la tasa registrada en la primera mitad del año (véase gráfico 5). La demanda interna y la demanda exterior neta contribuyeron positivamente al avance del PIB en el cuarto trimestre, mientras que la variación de existencias tuvo un efecto bastante moderador. En términos anuales, esto se tradujo en un aumento del PIB real del 1,8 % en 2018, muy inferior al crecimiento del 2,4 % registrado el año anterior. Aunque, en general, los indicadores económicos cualitativos se mantienen sólidos en comparación con las medias históricas, han seguido situándose por debajo de las expectativas. Determinadas vulnerabilidades en los sectores manufacturero y de bienes comerciables reflejan un retroceso de la demanda externa, lo que, unido a algunos factores relacionados con países y sectores específicos, sugiere la persistencia de un ritmo de crecimiento débil en el primer trimestre de 2019.

**Gráfico 5**

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones intertrimestrales en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2018.

**El gasto en consumo siguió creciendo, aunque a una tasa más baja que en años anteriores.** En el último trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en términos intertrimestrales, tras registrar una tasa de crecimiento ligeramente más reducida en el trimestre anterior. Los principales factores determinantes de la reciente debilidad del consumo fueron la subida del precio del petróleo en la primera mitad de 2018, los cuellos de botella en las entregas del sector del automóvil, el aumento de la incertidumbre macroeconómica y algunos factores relacionados con países específicos. En términos interanuales, la tasa de avance del consumo fue del 1 % en el cuarto trimestre de 2018, la misma que en el

trimestre anterior. El crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares se aceleró y pasó del 1,5 % en el tercer trimestre de 2018 al 1,7 % en el cuarto trimestre. La renta disponible continúa estando respaldada principalmente por el avance continuado de las rentas del trabajo, lo que refleja la solidez del mercado laboral. En consecuencia, la tasa de ahorro (expresada en media móvil de cuatro trimestres) se incrementó desde el 12 % en el tercer trimestre de 2018 hasta el 12,1 % en el cuarto trimestre.

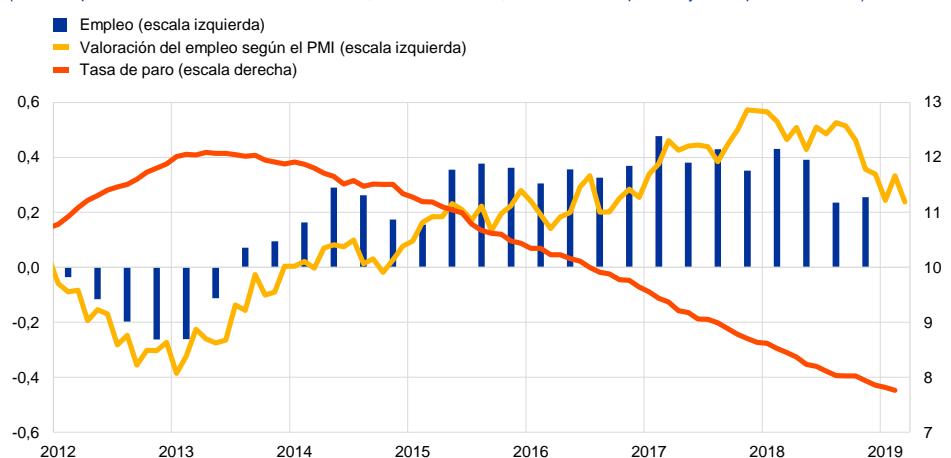
**Los mercados de trabajo de la zona del euro se mantienen vigorosos, pese a experimentar cierta desaceleración.** En el último trimestre de 2018, el empleo aumentó un 0,3 %, tras registrar un avance del 0,2 % en el tercer trimestre. En conjunto, el empleo creció un 1,5 % en 2018. Su expansión se ralentizó ligeramente en la segunda mitad de 2018, pero se mantuvo sólida en comparación con la evolución del crecimiento del PIB. El avance continuado del empleo, junto con un menor crecimiento del PIB en 2018, se tradujo en una moderación del crecimiento de la productividad, tras el ligero repunte observado en 2017. En parte, esto puede obedecer al hecho de que los ajustes del empleo suelen ir a la zaga de las variaciones del producto. Una de las razones puede ser la cautela con la que actúan las empresas en sus decisiones de contratación, debido, en cierta medida, a su limitada flexibilidad para realizar ajustes en los contratos de trabajo a más largo plazo.

**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo publicados recientemente siguen señalando un crecimiento positivo, aunque cada vez más moderado, del empleo en el primer trimestre de 2019.** La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,8 % tanto en enero como en febrero de 2019, frente al 7,9 % observado en el último trimestre de 2018. Este dato, junto a los indicadores de opinión sobre el empleo, apunta a que este continuará avanzando, aunque a un ritmo menor.

#### Gráfico 6

#### Empleo, valoración del empleo según el PMI y tasa de paro en la zona del euro

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; escala derecha: porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice de directores de compras (PMI) está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2018 para el empleo, a marzo de 2019 para el PMI y a febrero de 2019 para la tasa de paro.

**Se espera que el consumo privado siga registrando tasas de crecimiento robustas.**

Los datos recientes sobre el comercio minorista y las matriculaciones de automóviles indican un crecimiento continuado del gasto en consumo en el primer trimestre de este año. Los resultados de las últimas encuestas apuntan a un avance sostenido, aunque más moderado, del empleo, lo que debería seguir impulsando la renta de los hogares y, por tanto, el gasto en consumo. Además, la riqueza neta de los hogares continuó aumentando en el cuarto trimestre de 2018, favoreciendo más el consumo privado. Si se consideran conjuntamente, estos factores deberían explicar la razón por la que, en el primer trimestre de 2019, la confianza de los consumidores se recuperó parcialmente de la caída registrada a lo largo de 2018 y se mantuvo muy por encima de su media de largo plazo.

**La inversión empresarial se ralentizó en el cuarto trimestre de 2018, y los indicadores coyunturales apuntan a una posible desaceleración adicional en el primer trimestre de 2019.** Pese a mantenerse en niveles positivos, la tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión, excluida la construcción, se redujo desde el 1 % en el tercer trimestre de 2018 hasta el 0,4 % en el cuarto trimestre. Los indicadores coyunturales disponibles para el primer trimestre de 2019 también señalan un crecimiento más débil. En comparación con el cuarto trimestre de 2018, los datos disponibles para dicho trimestre sugieren una caída de la producción de bienes de equipo, lo que refleja también el deterioro de la confianza industrial, así como el aumento de la volatilidad financiera. Como nota más positiva, la utilización de la capacidad productiva continúa siendo elevada, lo que apunta a restricciones de oferta que podrían hacer necesaria una mayor inversión. De cara al futuro, se espera que la dinámica de la inversión se mantenga moderada. Se prevé que, a medida que madure el ciclo económico, se ralentice la inversión empresarial, y que la demanda interna y externa se debilitarán. En este contexto, el análisis de las carteras de pedidos exteriores y las expectativas de producción del sector de bienes de equipo señalan una persistente debilidad en el período transcurrido de 2019. En cambio, mientras que el crecimiento de los beneficios (es decir, los recursos internos para la inversión) se ralentizó, las entidades de crédito continuaron indicando que la demanda neta de préstamos con fines de inversión había sido positiva en el primer trimestre de 2019.

**El comercio de la zona del euro recobró cierto impulso a principios de 2019, pero, atendiendo a los indicadores adelantados, este impulso podría ser breve.** Según los últimos datos nominales intermensuales (correspondientes a enero de 2019), las exportaciones dentro de la zona del euro se recuperaron, con un aumento del 1,5 % en tasa intermensual, tras registrar una disminución del 0,6 % en diciembre de 2018. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona se aceleraron, un 0,8 % en tasa intermensual, frente al 0,3 % observado en diciembre de 2018. El crecimiento de las importaciones totales se mantuvo débil en enero de 2019 y se situó en el 0,3 %, en términos intermensuales, frente al 0,1 % de diciembre del año anterior. Los flujos comerciales dentro y fuera de la zona del euro avanzaron al mismo ritmo. Aunque el comercio de bienes de la zona del euro se fortaleció a principios de 2019, la recuperación fue insuficiente para propiciar un crecimiento mayor durante el primer trimestre. Más adelante, se espera que se mantenga la debilidad del comercio de la zona del euro en la primera parte de 2019.

**Los últimos indicadores económicos sugieren una moderación considerable del ritmo de expansión económica.** La producción industrial (excluida la construcción) repuntó en el primer trimestre de 2019. Por primera vez desde 2017 se observaron señales positivas en la producción, que experimentó un ligero incremento del 0,4 %, en términos intertrimestrales, frente a una caída del 1,2 % en el cuarto trimestre de 2018. Los indicadores de opinión apuntan a una desaceleración del crecimiento a corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 51,5 en el primer trimestre de 2019, frente a un valor de 52,3 en el cuarto trimestre del año anterior. Al mismo tiempo, el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea descendió desde 108,9 en el cuarto trimestre de 2018 hasta un promedio de 106,0 en el primer trimestre de 2019. El ESI se mantuvo por encima de su media de largo plazo, pero el PMI permaneció entre el umbral de 50 (que separa la contracción de la expansión de la actividad) y su media histórica de 52,9.

**Esta moderación refleja, en parte, una desaceleración de la demanda externa, agravada por varios factores relacionados con países y sectores específicos.** Aunque el impacto sobre la actividad económica de algunos factores idiosincrásicos que afectan a países y sectores concretos está desapareciendo, las dificultades observadas a escala mundial siguen lastrando el crecimiento de la zona del euro y la recuperación es débil. En general, se espera que el ritmo de crecimiento continúe siendo lento.

**De cara al futuro, las medidas de política monetaria del BCE seguirán sosteniendo la demanda interna.** El consumo privado se sustenta en las buenas condiciones del mercado laboral y en el aumento continuado del empleo. La inversión residencial debería seguir mejorando, respaldada por la creciente riqueza de los hogares. Se espera que la inversión empresarial continúe creciendo, aunque a un ritmo lento, como resultado de la elevada utilización de la capacidad productiva y de unas condiciones de financiación favorables. Además, si bien las perspectivas del comercio mundial se han debilitado, se prevé que continúe la expansión de la actividad global. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada en abril de 2019, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB para 2019 y 2020 se han revisado a la baja en 0,3 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente, en relación con la encuesta anterior, llevada a cabo a finales de enero. Al mismo tiempo, la cifra para 2021 permanece inalterada en el 1,4 %.

**Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja.** Ello refleja la persistencia de incertidumbres asociadas a factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes.

## 4

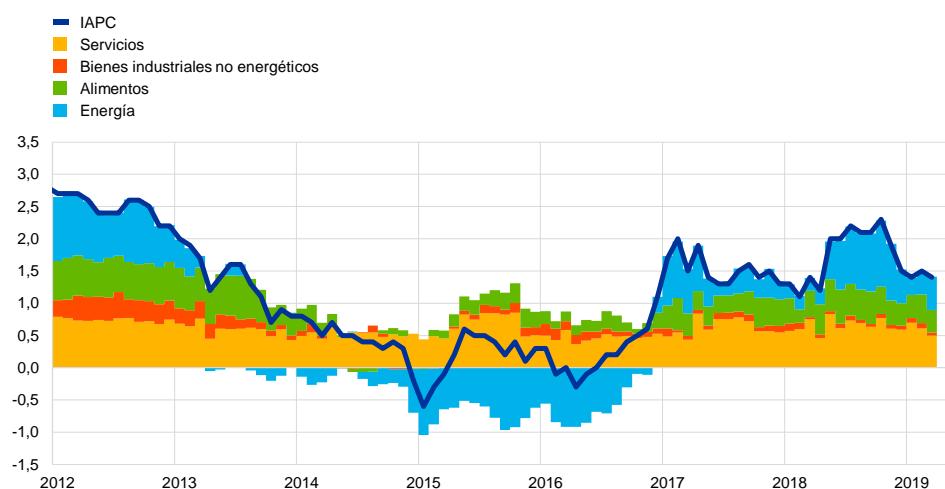
## Precios y costes

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,4 % en marzo de 2019, desde el 1,5 % registrado en febrero (véase gráfico 7). Este descenso se produjo a pesar del aumento de la inflación de los precios de la energía y reflejó la disminución de la tasa de variación de los precios de los alimentos y, en especial, la menor inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

### Gráfico 7

Contribución de los componentes de la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2019 (estimaciones de avance). Las tasas de crecimiento correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro titulado «Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019).

**Los indicadores de la inflación subyacente permanecieron, en general, en niveles moderados y mantuvieron su relativa estabilidad reciente.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta situarse en el 0,8 % en marzo, desde el 1 % registrado en febrero. La medida en que este descenso se vio afectado por la evolución de los precios más volátiles —por ejemplo, los correspondientes a servicios relacionados con turismo y viajes, y a los artículos de vestir— o por las fechas de las vacaciones de Semana Santa solo puede valorarse con la publicación de la desagregación completa del IAPC. Otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador Supercore (inflación «supersubyacente»)<sup>1</sup>, que solo están disponibles para el período transcurrido hasta febrero, señalaron también que persistirá la estabilidad general observada en los últimos meses. No obstante, todas las medidas estadísticas y las basadas en modelos se mantuvieron por encima de sus respectivos mínimos de 2016. De cara al futuro, se espera que los indicadores de la

<sup>1</sup> Para más información sobre estas medidas de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «*Measures of underlying inflation for the euro area*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

inflación subyacente se incrementen de forma gradual, impulsados por el mayor crecimiento de los salarios y por el repunte observado en la tasa de variación de los precios de producción internos.

**Las presiones inflacionistas a lo largo de la cadena de producción sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguieron creciendo.**

Este aumento se observa en las fases posteriores de la cadena de producción; por su parte, la tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio siguió incrementándose hasta situarse en el 1,1 % en febrero, la tasa más elevada desde marzo de 2012 y dos veces superior a su media histórica. La tasa de avance de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio también continuó creciendo y alcanzó el 1,2 % en febrero, frente al 0,8 % observado en enero. En las fases muy iniciales del proceso de formación de precios, las presiones inflacionistas se recuperaron ligeramente; las tasas de variación interanual de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas volvieron a situarse en niveles positivos en febrero y siguieron aumentando en marzo.

**La evolución reciente del crecimiento de los salarios continúa corroborando la percepción de una acumulación gradual de presiones internas de costes.** La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del 2,2 % en el cuarto trimestre de 2018 y se mantuvo por encima de su media de largo plazo. El descenso con respecto al 2,5 % registrado en el trimestre anterior estuvo relacionado con pagos extraordinarios efectuados en ese trimestre. Como el crecimiento de los salarios negociados siguió aumentando, desde el 2,1 % registrado en el tercer trimestre de 2018 hasta el 2,2 % del cuarto trimestre, la caída del crecimiento de la remuneración por asalariado se reflejó en una disminución de la deriva salarial. En líneas más generales, los indicadores del crecimiento salarial se sitúan ahora en niveles visiblemente más elevados que en la primera mitad de 2016. Esta evolución está en consonancia con las crecientes tensiones en los mercados de trabajo.

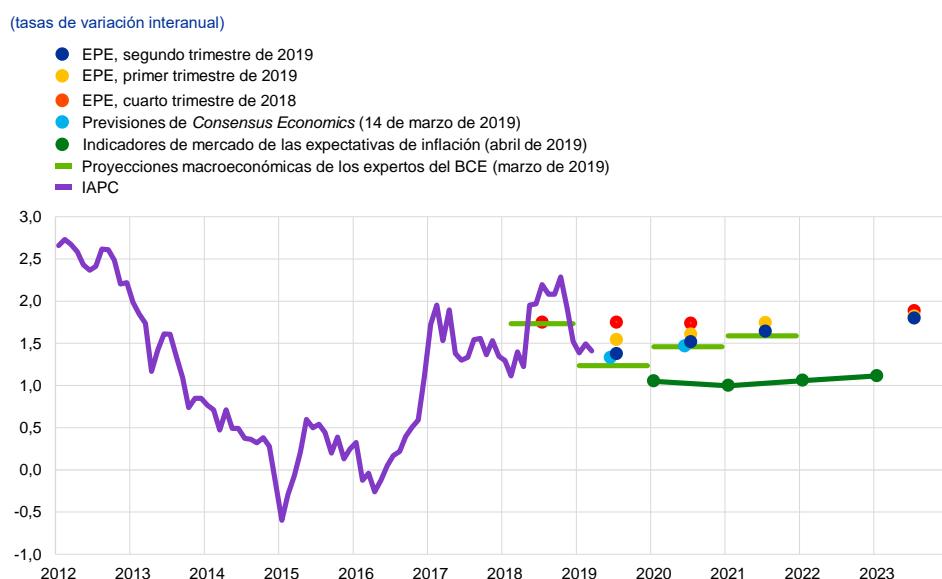
**El impacto de las crecientes presiones de los costes laborales sobre la evolución general de los precios internos se vio amortiguado por los márgenes empresariales.** Las presiones inflacionistas reflejadas en los costes laborales unitarios continuaron intensificándose en el cuarto trimestre de 2018, debido, principalmente, al debilitamiento continuado del crecimiento de la productividad del trabajo. Con todo, la tasa de variación interanual del deflactor del PIB se mantuvo relativamente estable, oscilando entre el 1,3 % y el 1,5 % en 2018, dado que la moderación general del impulso cíclico de la economía, junto con el deterioro de la relación real de intercambio (relacionado, en particular, con las anteriores subidas de los precios del petróleo), lastró la evolución de los márgenes empresariales.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo registraron un descenso, mientras que los indicadores de opinión se mantuvieron estables.** El tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,36 %, unos 15 puntos básicos por debajo del nivel observado a principios de marzo (véase gráfico 8). Aunque este nuevo descenso continúa la

tendencia a la baja que comenzó en noviembre de 2018, la probabilidad neutral al riesgo de que la inflación sea negativa en los cinco próximos años, implícita en los mercados de opciones de inflación, sigue siendo insignificante. Sin embargo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación continúa señalando un período prolongado de inflación reducida, con un retorno solo muy gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 %. Los resultados de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\) correspondiente al segundo trimestre de 2019](#) sitúan las expectativas de inflación para la zona del euro, en promedio, en el 1,4 % en 2019, el 1,5 % en 2020 y el 1,6 % en 2021. Estas cifras representan revisiones a la baja de 0,1 puntos porcentuales para cada uno de esos años con respecto a la encuesta anterior, debido, sobre todo, a unas perspectivas de crecimiento más débiles y a sorpresas a la baja en la inflación reciente. Según la EPE, las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro se mantuvieron, en promedio, en el 1,8 %.

### Gráfico 8

#### Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro y *Consensus Economics*.

Notas: La encuesta EPE correspondiente al segundo trimestre de 2019 se realizó entre el 18 y el 22 de marzo de 2019. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a la inflación implícita en los mercados corresponden al 9 de abril de 2019.

## 5

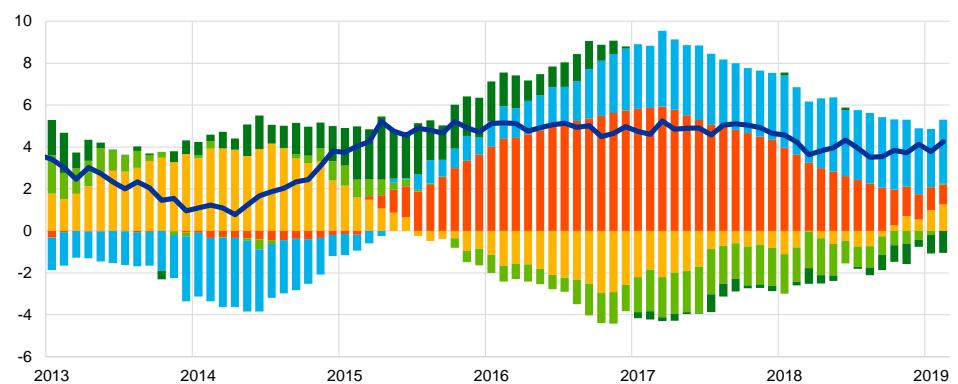
## Dinero y crédito

**El crecimiento del agregado monetario amplio repuntó en febrero.** La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 4,3 % en febrero, desde el 3,8 % de enero, por lo que continuó fluctuando en torno a las tasas observadas desde principios de 2018 (véase gráfico 9). La eliminación gradual de las compras netas de activos a finales de 2018 ha significado un menor impacto positivo del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) sobre el crecimiento de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 —el componente que más contribuyó al avance del agregado monetario amplio— se incrementó hasta el 6,6 % en febrero (desde el 6,2 % observado en enero). Dado que el crecimiento de M1 real tiende a ir alrededor de un año adelantado con respecto al crecimiento del PIB real (véase el recuadro 4, titulado «La capacidad predictiva de M1 real sobre la actividad económica real de la zona del euro»), esta evolución es acorde con la actual moderación de la actividad económica real. De cara al futuro, el nivel que registra el crecimiento de M1 real en estos momentos indica una reducida probabilidad de recesión en la zona del euro en el próximo año.

**Gráfico 9**  
M3 y sus contrapartidas

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

- M3
- Activos exteriores netos
- Valores representativos de deuda de las AAPP en poder del Eurosystema
- Crédito a las AAPP por las IFM, excluido el Eurosystema
- Crédito al sector privado
- Entradas procedentes de pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado de la zona del euro, excluidas IFM. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosystema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La última observación corresponde a febrero de 2019.

**El crecimiento de M3 mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución del APP.** En lo que respecta a las contrapartidas, la aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosystema volvió a disminuir (véanse las barras de color rojo del gráfico 9), en el contexto de la citada eliminación gradual de las adquisiciones netas en el marco del APP. Hasta octubre de 2018, esta menor contribución se vio compensada, en gran medida, por un aumento de la aportación del crédito al sector privado (véanse las barras de color azul del gráfico 9). Si bien el crédito a

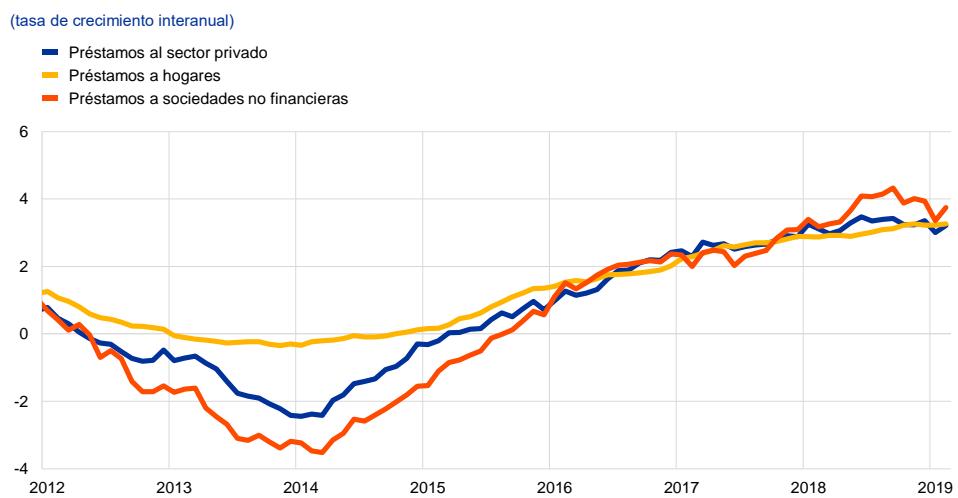
este sector ha continuado siendo el principal impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio en los últimos meses, su contribución se ha estancado. Desde octubre de 2018, la aportación cada vez más positiva de los activos exteriores netos (véanse las barras de color amarillo del gráfico 9) —que refleja, entre otras cosas, la menor preferencia de los inversores de la zona del euro por los activos en el exterior— y el menor lastre del crédito a las Administraciones Públicas por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro, excluido el Eurosistema (véanse las barras de color verde claro del gráfico 9), han contribuido a la fortaleza del crecimiento de M3. Al mismo tiempo, el incremento de las emisiones de valores representativos de deuda a más largo plazo de las IFM ha frenado ligeramente la creación de dinero (véanse las barras de color verde oscuro del gráfico 9).

**Tras registrar un descenso en enero, el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado volvió a aumentar en febrero.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) se incrementó hasta el 3,2 % en febrero, desde el 3 % de enero (véase gráfico 10). Este ascenso obedeció a la aceleración de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que pasó del 3,4 % en enero al 3,7 % en febrero, debido principalmente a un efecto base. Más allá de la volatilidad a corto plazo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras ha seguido una senda de moderación en los últimos meses, en línea con una reacción retardada típica frente a la ralentización de la actividad económica observada desde principios de 2018. Al mismo tiempo, la tasa de avance interanual de los préstamos a hogares se mantuvo estable en el 3,3 % en febrero. La expansión del crecimiento de los préstamos se ha visto favorecida por el significativo descenso de los tipos de interés del crédito bancario observado en toda la zona del euro desde mediados de 2014 (sobre todo como consecuencia de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y por la mejora general de la oferta y la demanda de préstamos bancarios. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Véase también el capítulo 3 del informe «*Financial Stability Review*», BCE, noviembre de 2018.

**Gráfico 10**  
Préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a febrero de 2019.

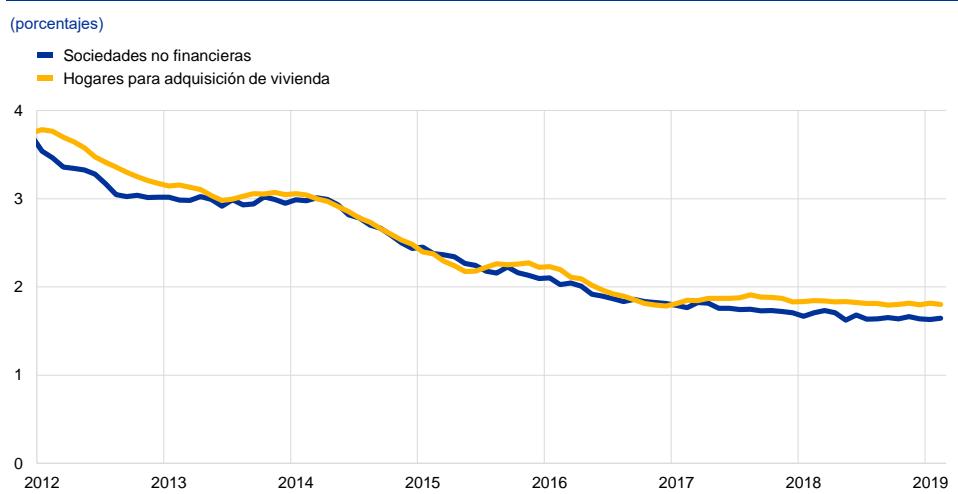
**Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2019, el crecimiento del crédito siguió estando respaldado por las favorables condiciones generales de concesión del crédito bancario y por la creciente demanda de préstamos para adquisición de vivienda.** Los criterios de aprobación de los préstamos a empresas apenas variaron en el primer trimestre de 2019. Esta evolución fue algo más favorable de lo esperado por las entidades de crédito en la encuesta anterior. Al mismo tiempo, los criterios de concesión de los préstamos a hogares se endurecieron. El coste de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades contribuyeron al endurecimiento de los criterios de aprobación en todas las categorías de préstamos, mientras que la presión de la competencia siguió favoreciendo la relajación de esos criterios. La demanda neta de préstamos a empresas se mantuvo estable en el primer trimestre de 2019, tras haber aumentado desde el segundo trimestre de 2015, y se sustentó fundamentalmente en el bajo nivel general de los tipos de interés. Mientras tanto, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda continuó incrementándose en el primer trimestre de 2019, impulsada también, sobre todo, por el reducido nivel general de los tipos de interés. Las entidades de crédito de la zona del euro confirmaron nuevamente que el programa de compra de activos del BCE había tenido un efecto positivo sobre su liquidez y sobre sus condiciones de financiación en los mercados y un impacto negativo en su rentabilidad en los seis meses anteriores, que incluyeron las compras netas de activos del Eurosystema hasta diciembre de 2018. El APP propició la relajación de las condiciones de crédito y tuvo un impacto positivo sobre los volúmenes de préstamo. Además, si bien el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE tuvo un efecto adverso sobre los ingresos netos por intereses de las entidades, siguió respaldando el crédito.

**El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito continuó sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro.** En febrero de 2019, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no

financieras se mantuvo prácticamente estable, en el 1,65 %, un nivel próximo al mínimo histórico registrado en mayo de ese año, y el de los préstamos para adquisición de vivienda permaneció sin variación en el 1,80 %, una cota también cercana al mínimo histórico de diciembre de 2016 (véase gráfico 11). Los tipos sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido considerablemente y en mayor medida que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. La reducción de los tipos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras y a las pequeñas empresas (suponiendo que los créditos de hasta 250.000 euros se conceden sobre todo a pequeñas empresas) fue especialmente significativa en los países de la zona del euro más expuestos a la crisis financiera, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en toda la zona del euro y en todos los tamaños de empresas.

### Gráfico 11

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras y a hogares



Fuente: BCE.

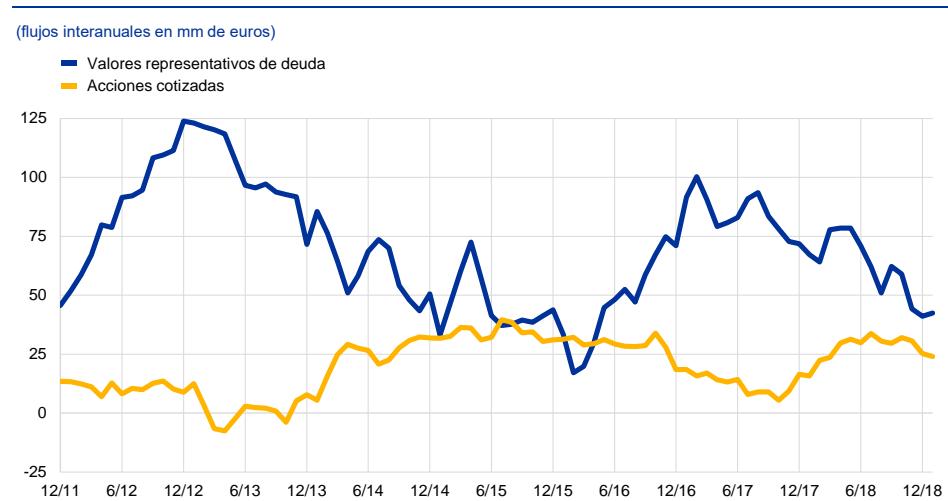
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a febrero de 2019.

**En enero de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro recuperaron parte del descenso observado en el último trimestre de 2018.** Los datos más recientes del BCE señalan que, en términos netos, los flujos totales de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras pasaron a ser positivos nuevamente en enero de 2019, tras los valores negativos de los dos últimos meses de 2018. Estos resultados están en línea con los patrones estacionales observados en los últimos años, en los que las emisiones han tendido a repuntar a principios de año, tras registrar un período de debilidad en los últimos meses del año anterior. Desde una perspectiva más a medio plazo (véase gráfico 12), los flujos interanuales de valores representativos de deuda se situaron ligeramente por encima de los 40 mm de euros en enero de 2019, cerca del nivel en el que estos flujos parecen haberse estabilizado desde noviembre de 2018. Los

datos de mercado disponibles sugieren que los flujos netos de valores representativos de deuda emitidos continuaron siendo relativamente intensos en febrero, pero se moderaron en marzo de 2019, si bien manteniéndose en niveles positivos. En enero de 2019, las emisiones netas totales de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras prolongaron la caída con respecto a su máximo más reciente, registrado en el verano de 2018. Sin embargo, los flujos interanuales de las emisiones netas de acciones cotizadas continuaron siendo elevados, y se mantuvieron próximos a los niveles observados en 2014.

### Gráfico 12

Emisiones netas de valores representativos de deuda y de acciones cotizadas por parte de sociedades no financieras de la zona del euro



Fuente: BCE.

Notas: Cifras mensuales basadas en un período móvil de doce meses. La última observación corresponde a enero de 2019.

**Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron ligeramente en enero de 2019 con respecto al nivel registrado a finales del año anterior.** El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se redujo hasta el 4,7 % en enero y, según las proyecciones, habría seguido cayendo de manera significativa en febrero y en marzo de 2019. Se estima que el coste de financiación se situaría en marzo de este año solo 16 puntos básicos por encima del mínimo histórico de diciembre de 2014 y muy por debajo de los niveles observados en el verano de 2014. El descenso estimado del coste de financiación desde finales del cuarto trimestre de 2018 refleja una disminución tanto del coste de las acciones como del coste de los valores de renta fija, en ambos casos explicada fundamentalmente por la caída del tipo libre de riesgo a largo plazo y, en cierta medida, por el retroceso de las primas de riesgo.

## Recuadros

### 1 Qué significan las señales de maduración del ciclo tecnológico para la economía mundial

Marcel Tirpák

**La maduración del ciclo tecnológico ha sido uno de los determinantes de la significativa desaceleración del comercio observada en China en torno al cambio de año.** El argumento del ciclo tecnológico se basa en el hecho de que China y otras economías asiáticas importantes, como Japón, están estrechamente vinculadas mediante cadenas de producción concentradas, en especial, en la fabricación de ordenadores y de otros dispositivos electrónicos, es decir, el sector tecnológico<sup>3</sup>. La maduración del ciclo tecnológico puede reflejar varios factores: podría estar asociada a factores de carácter más estructural específicos del sector, como la posibilidad de que esté aumentando el nivel de saturación del mercado mundial de teléfonos inteligentes (*smartphones*) y de nuevos centros de datos; podría estar relacionada con miniciclos vinculados al lanzamiento de nuevos modelos de productos tecnológicos, o podría señalar, en términos más generales, un cambio en el ciclo económico mundial. En este recuadro se analizan las características básicas del sector tecnológico asiático y se muestra su importante papel en la debilidad que ha mostrado recientemente el comercio chino. Asimismo, también se sugiere que la tendencia del ciclo tecnológico global asociada al debilitamiento del comercio asiático podría estar tocando fondo.

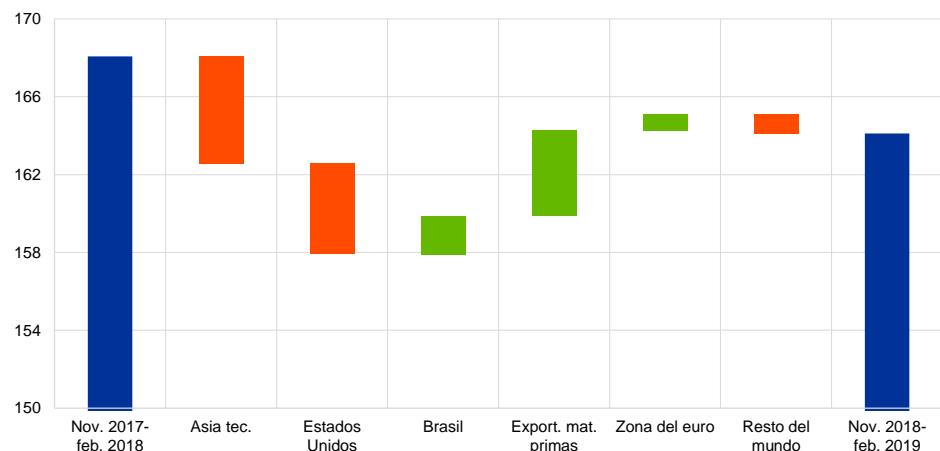
**Una parte sustancial de la desaceleración de las importaciones chinas registrada en los últimos meses se debe a la debilidad de las importaciones de bienes procedentes de otras importantes economías asiáticas (véase gráfico A).** Las importaciones provenientes de Estados Unidos también han disminuido debido, en parte, a que los aranceles aplicados a la soja como medida de represalia han desviado la demanda china de este producto hacia Brasil. Al mismo tiempo, China ha aumentado considerablemente las importaciones de diversas materias primas, incluido el petróleo.

<sup>3</sup> En este recuadro, «sector tecnológico» se refiere a la fabricación de ordenadores y equipos electrónicos y eléctricos.

## Gráfico A

### Importaciones chinas por regiones y países exportadores

(mm de dólares estadounidenses)



Fuentes: China Customs a través de Haver Analytics y cálculos del BCE.

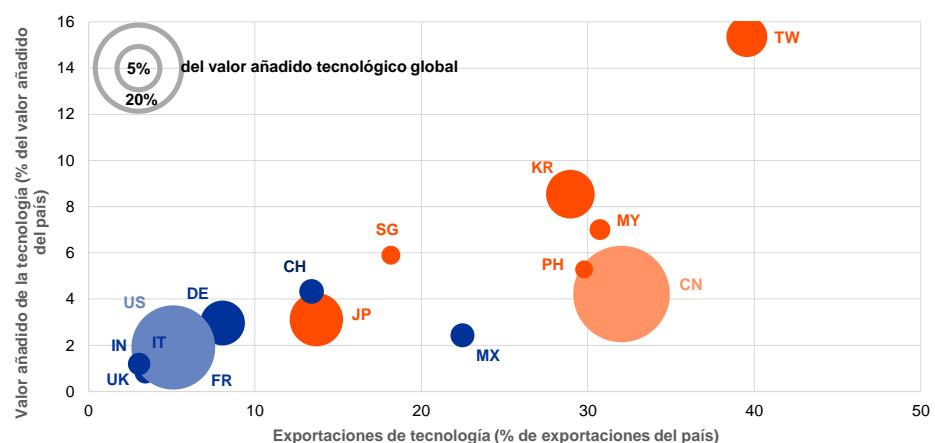
Notas: Las barras de color azul representan el total de importaciones nominales chinas, y las de color rojo y verde indican las regiones y los países exportadores. Las importaciones chinas de los respectivos países y regiones entre el primer y el segundo período están representadas por las barras de color rojo (disminución) y verde (aumento). «Asia tec.» se refiere a Japón, Corea, Malasia, Singapur, Taiwán, Tailandia y Vietnam. «Export. mat. primas» incluye a todas las economías emergentes exportadoras de materias primas, así como a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Noruega.

**China y otras economías asiáticas se han especializado en la producción tecnológica y satisfacen aproximadamente la mitad de la demanda mundial de estos productos.** China sola representa más de una cuarta parte del valor añadido global del sector. La estructura de las economías asiáticas —con la notable excepción de India, especializada en servicios de TI— está orientada a la producción de tecnología. En promedio, este sector constituye alrededor del 7 % del valor añadido total de la región. El alto grado de especialización en productos tecnológicos es incluso más pronunciado si se analizan las exportaciones, donde estos productos representan, en promedio, más de una cuarta parte de los bienes exportados desde la región (véase gráfico B). Asia domina el sector tecnológico también a escala mundial, dado que supone aproximadamente la mitad del valor añadido global del sector y más de dos tercios de las exportaciones mundiales de tecnología. Las exportaciones de tecnología asiática constituyen el 10 % del comercio global total.

## Gráfico B

La especialización en el sector tecnológico es una característica común de las economías asiáticas

(porcentajes; índice: 2015)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: «Sector tecnológico» se refiere a ordenadores, equipos electrónicos y eléctricos (D26T27) en la base de datos del valor añadido del comercio (*Trade in Value Added, TIVA*) de la OCDE. El tamaño de los círculos del gráfico representa el porcentaje relativo del valor añadido tecnológico de un país con respecto al valor añadido tecnológico global. Los países asiáticos se muestran en color rojo.

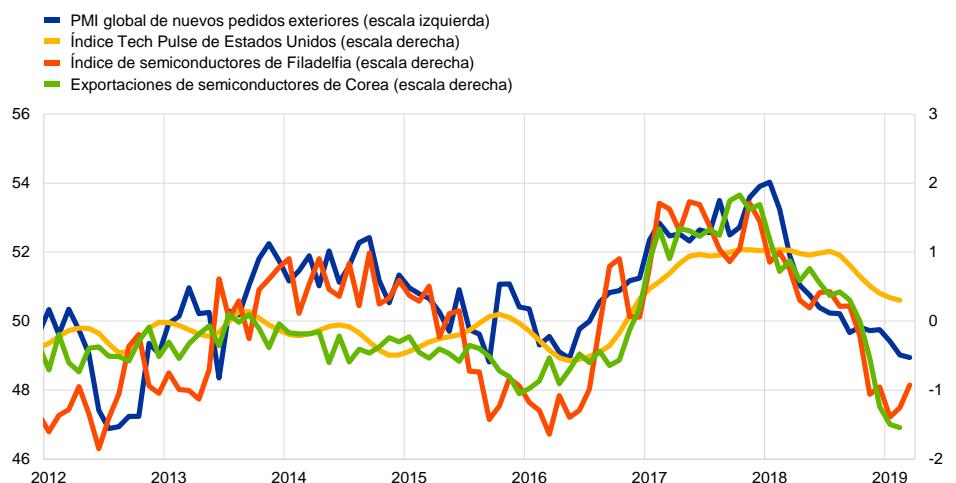
**La cadena de producción tecnológica asiática conecta a las economías avanzadas y a los mercados emergentes, y China es el mayor fabricante de productos finales.** Japón y Corea están posicionados en las fases iniciales (*upstream*) de la cadena de producción y, junto con Taiwán, están especializados en la fabricación de semiconductores y de chips. China sigue siendo el principal ensamblador de productos finales, pese al significativo descenso de la intensidad importadora. El contenido importador de su producción de tecnología, que se exporta posteriormente, se redujo hasta situarse en el 27 % en 2015, desde el 40 % registrado hace tan solo diez años, lo que señala la menor dependencia de bienes intermedios procedentes de la región. La posición relativa de un país en la cadena de producción determina si la evolución macroeconómica interna podría proporcionar también señales útiles sobre las tendencias globales.

**Aunque el ciclo tecnológico mundial cambió a principios de 2018, parece que el escenario futuro más probable es una desaceleración ordenada seguida de cierta estabilización.** Los indicadores recientes del ciclo tecnológico apuntan a su desaceleración a escala global (véase gráfico C). Sin embargo, se observan algunas señales que sugieren una estabilización en los próximos meses. En primer lugar, las expectativas de los mercados financieros con respecto a la evolución del sector en la región —aproximadas por el índice de semiconductores de Filadelfia (véase gráfico C, línea roja)— indican que este año se tocará fondo, tras la caída registrada en 2018. En segundo lugar, si bien el PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero se ha mantenido por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, el ritmo de descenso observado en los últimos meses ha sido mucho menos acusado que en la primera mitad de 2018. Aunque este índice abarca un conjunto más amplio de productos exportados, también muestra una correlación bastante elevada con las cotizaciones del sector y, por lo tanto, podría aportar evidencia adicional de la estabilización de la industria tecnológica a escala

mundial. En tercer lugar, las exportaciones coreanas de semiconductores—utilizadas a menudo como otro indicador adelantado de la actividad de este sector—han mostrado signos de estabilización recientemente. Los índices más amplios de la actividad del sector tecnológico, que se publican con un desfase algo mayor e incluyen el índice Tech Pulse de Estados Unidos, y el comercio mundial de componentes electrónicos también sugieren que el debilitamiento del ritmo de crecimiento del sector es limitado. En definitiva, el cambio del ciclo tecnológico a escala global parece reflejar, en parte, un período excepcionalmente fuerte en 2017 asociado a la significativa inversión para expandir la capacidad de los centros de datos en todo el mundo. Pese al elevado grado de incertidumbre, actualmente parece que el escenario más probable es un «aterrizaje suave».

### Gráfico C Seguimiento del «ciclo tecnológico» mundial

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



Fuentes: Markit, Thomson Financial Datastream, FRED, KITA y cálculos del BCE.

Notas: Las tasas de variación interanual del Índice Tech Pulse de Estados Unidos, del Índice de semiconductores de Filadelfia y de las exportaciones de semiconductores de Corea se han ajustado por la media y la varianza. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2019 (PMI, Índice de semiconductores de Filadelfia) y a febrero de 2019 (Índice Tech Pulse de Estados Unidos, exportaciones de semiconductores de Corea).

## 2

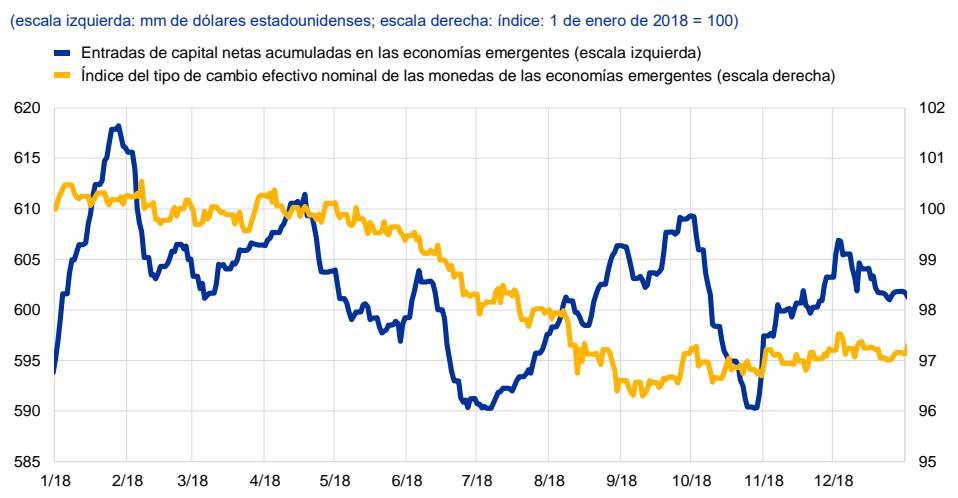
# El papel del riesgo global, el dólar estadounidense y los factores nacionales en los tipos de cambio de las monedas de las economías emergentes

Massimo Ferrari

**Los movimientos de los tipos de cambio frente al dólar estadounidense son un importante factor que condiciona las perspectivas de las economías emergentes, ya que una elevada proporción del crédito, de los intercambios comerciales y de la deuda de estos países está denominada en dólares.** Las fluctuaciones bruscas de los tipos de cambio de estas economías suelen estar asociadas a salidas de capital, a unas condiciones de financiación más restrictivas y a un aumento de la inestabilidad financiera. No obstante, los factores impulsores de tales movimientos son difíciles de aislar, dado que factores globales e internos determinan conjuntamente la fortaleza relativa de estas monedas. En este recuadro se presenta una metodología para separar los cuatro determinantes principales de las fluctuaciones de los tipos de cambio emergentes: los efectos de contagio de perturbaciones registradas en Estados Unidos, el apetito de riesgo a escala global, los efectos de tipos de interés y las perturbaciones idiosincrásicas internas. La metodología se utiliza para analizar los factores que explican la acusada depreciación y la posterior recuperación de las monedas emergentes a lo largo de 2018.

## Gráfico A

### Evolución de las entradas de capital netas y de los tipos de cambio de las economías emergentes



Fuentes: BCE, Institute of International Finance, JP Morgan y cálculos del BCE.

Notas: El Índice de los tipos de cambio de las monedas de las economías emergentes es el tipo de cambio efectivo nominal de economías emergentes de JP Morgan, que es una media ponderada de los tipos de cambio de las monedas de estas economías. La última observación corresponde al 31 de diciembre de 2018.

**Entre enero y agosto de 2018, las divisas de las economías emergentes experimentaron una acusada depreciación.** Los tipos de cambio de estas economías registraron fuertes tensiones depreciatorias durante los ocho primeros meses de 2018, así como salidas de capitales y una volatilidad creciente en los

mercados financieros (véase gráfico A). El índice sintético de los tipos de cambio efectivos nominales de las monedas emergentes retrocedió un 3,6 % entre enero y agosto de ese año, mientras que la reacción de los tipos de cambio bilaterales frente al dólar estadounidense fue mucho más intensa, y en algunos casos se depreciaron más del 20 %. Las bruscas fluctuaciones observadas en los mercados financieros de algunos países han planteado una amenaza para la estabilidad financiera, con posibles efectos de contagio a las economías avanzadas. Las fuertes depreciaciones de los tipos de cambio también incrementan los costes de financiación de las economías emergentes, cuyos sistemas financieros suelen obtener liquidez en dólares estadounidenses, lo que reduce sus perspectivas de crecimiento económico.

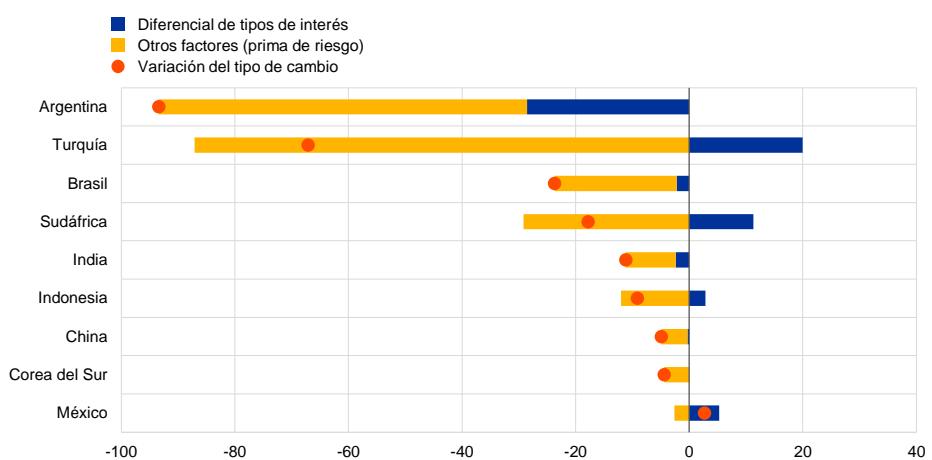
**Los diferenciales de tipos de interés no explican por sí solos las fluctuaciones de los tipos de cambio.** De acuerdo con la teoría de la paridad descubierta de los tipos de interés, los diferenciales de tipos de interés determinan los movimientos de los tipos de cambio. Esta teoría sostiene que la evolución de la diferencia entre los tipos de interés de dos países debería definir la variación del tipo de cambio bilateral, que se plasmaría en una depreciación de la moneda de alta rentabilidad frente a la divisa de baja rentabilidad. No obstante, en la práctica, una parte importante de las fluctuaciones de los tipos de cambio no viene explicada por los diferenciales de tipos de interés y con frecuencia se atribuyen a variaciones de la prima de riesgo<sup>4</sup>. La prima de riesgo presenta una correlación con diversos factores económicos que los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo no capturan adecuadamente, entre ellos, por ejemplo, las medidas del apetito de riesgo de los inversores o la volatilidad de los mercados. Ciertamente, los diferenciales de tipos de interés ofrecen una explicación muy limitada de las variaciones de los tipos de cambio de las monedas emergentes frente al dólar estadounidense registradas en 2018 (véase gráfico B).

<sup>4</sup> Véanse, por ejemplo, E. F. Fama, «Forward and spot exchange rates», *Journal of Monetary Economics*, vol. 14, n.º 3, 1984, pp. 319-338, M. Evans, «Exchange-Rate Dark matter», *Working Papers*, Georgetown University, 2012, o C. Engel, M. Nelson y K. West, «Factor Model Forecasts of Exchange Rates», *Econometric Reviews*, vol. 34(1-2), 2015, pp. 32-55.

## Gráfico B

### Contribución de los diferenciales de tipos de interés y de otros factores a los movimientos de los tipos de cambio frente al dólar estadounidense

(puntos porcentuales)



Fuentes: Haver Analytics, Comité de Gobernadores de la Reserva Federal, Global Financial Data y cálculos del BCE.

Notas: Las barras de color azul muestran las contribuciones de los diferenciales de tipos de interés a la variación de los tipos de cambio bilaterales frente al dólar estadounidense (expresada en dólares estadounidenses por unidad de moneda local) entre enero y agosto de 2018. Las contribuciones se calculan a partir de la regresión de las variaciones diarias del tipo de cambio bilateral sobre los diferenciales de tipos de interés entre el país en cuestión y Estados Unidos. El tipo de interés utilizado es el tipo del mercado monetario a corto plazo. El componente «otros factores» es el residuo de esta regresión. La última observación corresponde al 31 de agosto de 2018.

**Un modelo que amplía la regresión estándar de los tipos de interés con medidas del apetito de riesgo a escala global y con factores propios de Estados Unidos ayuda a entender mejor los determinantes de los movimientos cambiarios.** Además de los tipos de interés, hay dos importantes factores que explican las variaciones de las monedas de las economías emergentes: los cambios en el apetito de riesgo a escala global y los efectos de contagio de la evolución de Estados Unidos. El primer factor afecta a esas monedas porque un mayor apetito de riesgo entre los participantes en los mercados suele plasmarse en entradas de capital en los países emergentes, lo que da lugar a una apreciación de sus tipos de cambio. La posición única del dólar estadounidense en el sistema monetario internacional también influye de forma destacada. Cuando el dólar está fuerte, lo que sucede en períodos de pujanza del crecimiento económico y de tipos de interés elevados en la economía estadounidense, el capital tiende a dirigirse de las economías emergentes a Estados Unidos, y las monedas emergentes experimentan una depreciación. Este es un canal a través del cual las perturbaciones de Estados Unidos se propagan a las economías emergentes.

**Verdelhan (2018)<sup>5</sup> propone un marco simple para analizar la importancia relativa de estos dos factores respecto a los movimientos de las monedas de las economías emergentes<sup>6</sup>.** El modelo estándar en el que las variaciones de los tipos de cambio están relacionadas con los diferenciales de tipos de interés se

<sup>5</sup> A. Verdelhan, «The Share of Systemic Variation in Bilateral Exchange Rates», *Journal of Finance*, vol. 73, n.º 1, 2018.

<sup>6</sup> La finalidad de este modelo es analizar las monedas con tipo de cambio flotante de países con libre circulación de capitales. Es evidente que, si el tipo de cambio está controlado (por ejemplo, si está vinculado al dólar estadounidense), sus variaciones no pueden explicarse directamente por la evolución macroeconómica.

amplía con dos componentes. Uno de estos componentes, que puede denominarse «factor dólar», trata de identificar el efecto de la evolución de Estados Unidos sobre las monedas emergentes, y se añade incorporando un componente a la regresión que mide la variación media de los tipos de cambio de las economías emergentes frente al dólar estadounidense. Dado que cabría esperar que una perturbación con origen únicamente en Estados Unidos tuviera un efecto similar sobre todos los tipos de cambio bilaterales frente al dólar, el análisis de las variaciones comunes a varios tipos de cambio emergentes debería poner de manifiesto las perturbaciones que provengan específicamente de Estados Unidos<sup>7</sup>. El segundo componente tiene en cuenta los movimientos en divisas emergentes impulsados por el riesgo que no tienen su origen directamente en perturbaciones de Estados Unidos, y en la literatura suele denominarse «factor carry». Este factor se define como la diferencia entre las variaciones del tipo de cambio de monedas de alta y de baja rentabilidad. Cuando los inversores siguen estrategias de *carry trade* —es decir, venden activos en divisas de baja rentabilidad para adquirir activos en otras de alto rendimiento— se exponen a riesgos globales a través del tipo de cambio, debido a que las divisas con tipos de interés elevados tienden a depreciarse durante los períodos de desaceleración económica o de aversión al riesgo. Por lo tanto, cuando el riesgo global aumenta, la diferencia entre los rendimientos de los tipos de cambio de dos carteras se amplía, dando lugar a que este componente presente automáticamente una alta correlación con el riesgo global. La introducción de estas dos variables en el modelo base incrementa de forma significativa la parte de la variación de las divisas emergentes que puede explicarse<sup>8</sup>. El elemento residual que no viene explicado por estos factores globales o relacionados con Estados Unidos refleja la evolución específica de los países, y puede incluir factores que los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo no capturan plenamente, como inestabilidad política interna, cambios en las expectativas sobre la trayectoria futura de la economía nacional, o la confianza de los mercados en la moneda.

**Este modelo sugiere que las significativas presiones depreciatorias registradas durante los ocho primeros meses de 2018 se debieron principalmente a los efectos de contagio de Estados Unidos y a la creciente aversión global al riesgo (véase gráfico C).** En el período transcurrido hasta agosto de 2018, la descomposición que se presenta en el gráfico muestra los dos principales factores determinantes de la depreciación de las monedas de las economías emergentes frente al dólar estadounidense: los efectos de contagio de perturbaciones de Estados Unidos y el riesgo global, lo que es acorde con el endurecimiento de las condiciones financieras en esas economías y con el aumento de los tipos de interés estadounidenses observado en ese período. Turquía y Argentina son dos casos atípicos destacados, ya que las tensiones políticas internas probablemente hayan sido la influencia más importante en la evolución de sus tipos de cambio. El modelo muestra también que las políticas

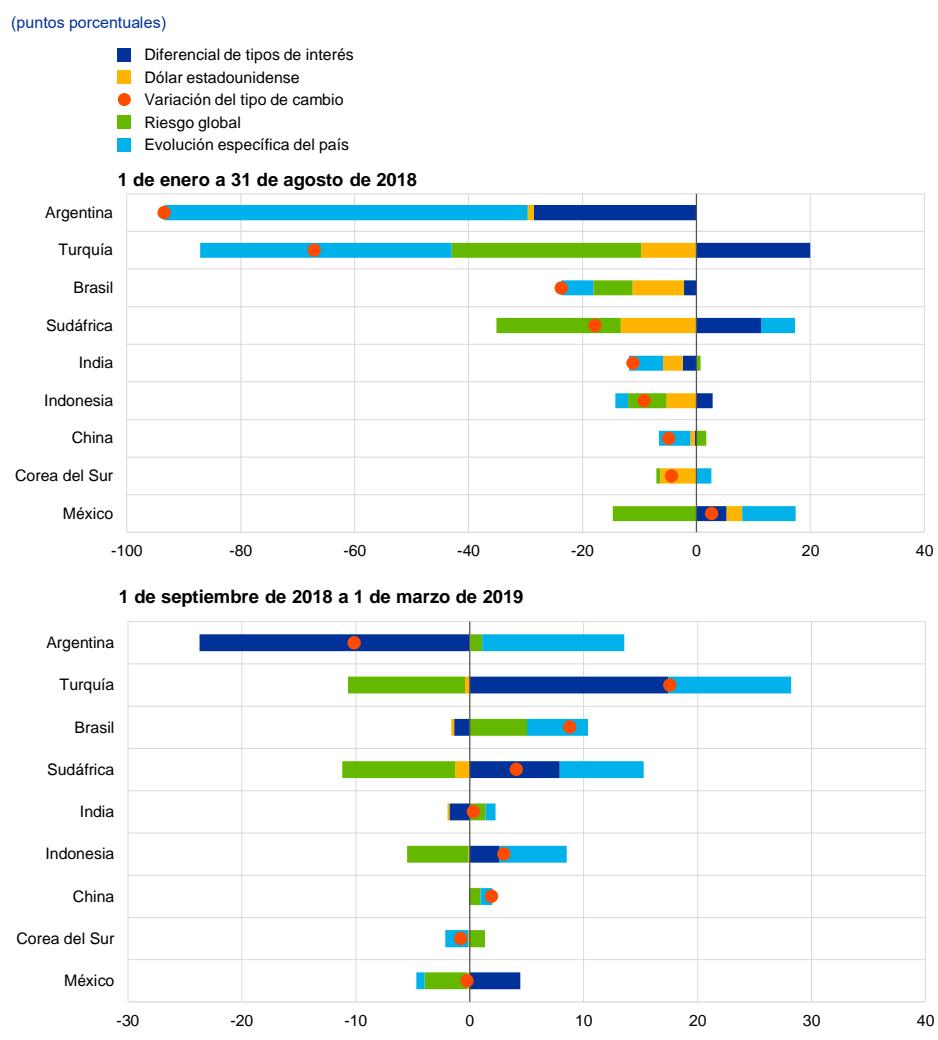
<sup>7</sup> Se ha preferido utilizar una media simple de los tipos de cambio bilaterales en lugar del tipo de cambio efectivo nominal del dólar porque este último podría verse condicionado por perturbaciones que afectan a los tipos de cambio bilaterales de socios comerciales importantes de Estados Unidos.

<sup>8</sup> Los regresores adicionales incrementan la bondad del ajuste dentro de la muestra del modelo del 0,02 % al 27 % para el total de la muestra y hasta casi el 40 % en el caso de las economías avanzadas.

monetarias nacionales —orientadas a que los diferenciales de tipos de interés frente a Estados Unidos aumenten— no fueron muy capaces de amortiguar los efectos de los factores globales y específicos de Estados Unidos que presionaron sus monedas a la baja.

### Gráfico C

Contribuciones a la depreciación y a la recuperación de las monedas de economías emergentes frente al dólar estadounidense



Fuentes: Haver Analytics, Comité de Gobernadores de la Reserva Federal, Global Financial Data y cálculos del BCE.

Notas: Las barras muestran las contribuciones a la varianza basada en la regresión de las variaciones de los tipos de cambio frente al dólar estadounidense (expresadas en dólares por unidad de moneda local) sobre los diferenciales de tipos de interés, el factor dólar y el factor carry con una frecuencia diaria. El tipo de interés utilizado es el tipo del mercado monetario a corto plazo. La última observación corresponde al 1 de marzo de 2019.

**Por otro lado, la recuperación observada posteriormente parece haber estado impulsada, en su mayor parte, por las reacciones internas en las economías emergentes y por desarrollos idiosincrásicos positivos (véase gráfico C).** La descomposición muestra que el riesgo global ha seguido presionando a la baja las monedas emergentes. No obstante, la influencia del factor dólar estadounidense ha sido más limitada desde agosto de 2018, lo que sugiere que la evolución de Estados Unidos no ha generado efectos de contagio adicionales a las divisas emergentes desde entonces. Además, factores específicos de cada país han tendido a impulsar

sus monedas, lo que apunta a que las condiciones internas ahora son algo más positivas y a que las perspectivas de crecimiento de los países emergentes han mejorado desde las turbulencias que se produjeron en los mercados financieros durante el verano de 2018.

### 3

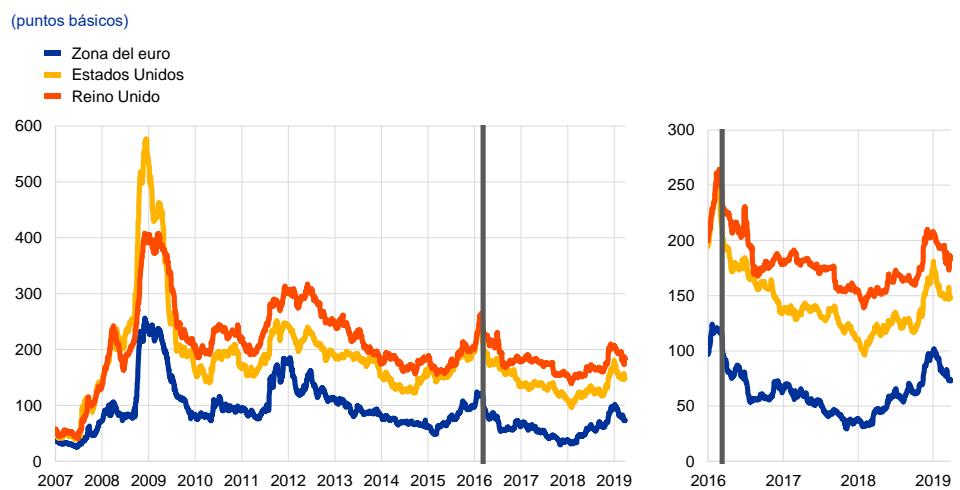
## Análisis de los factores que explican la ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro en 2018

Lena Boneva, Gregory Kidd e Ine Van Robays

**Los diferenciales de los bonos corporativos a escala mundial mostraron una tendencia al alza durante 2018.** Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro con calificación de grado de inversión experimentaron un incremento de unos 60 puntos básicos y se situaron ligeramente por encima del 1 %, un máximo cercano a los niveles observados antes del anuncio del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) del BCE en marzo de 2016 (véase gráfico A). Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras con calificación inferior al grado de inversión se ampliaron de manera más significativa, aproximadamente 200 puntos básicos, y alcanzaron un máximo de alrededor del 4 %. El aumento tendencial de los diferenciales de los bonos de las SNF de la zona del euro reflejó la evolución de los mercados internacionales de valores de renta fija privada; en Estados Unidos y en el Reino Unido, los diferenciales se incrementaron en unos 80 y 60 puntos básicos durante el mismo período de tiempo y alcanzaron máximos del 1,80 % y el 2,10 %, respectivamente. Desde principios de año, los diferenciales de los bonos de las SNF a escala mundial han revertido gran parte del incremento de 2018, pero, aun así, se mantienen en niveles elevados con respecto a los observados en 2017. Asimismo, la gran sincronización del movimiento de los diferenciales a escala global durante este período sugiere que este se debe esencialmente a un factor común a nivel mundial, más que a un factor específico de la zona del euro.

### Gráfico A

Diferenciales de los valores de renta fija de las SNF con calificación de grado de inversión a escala mundial



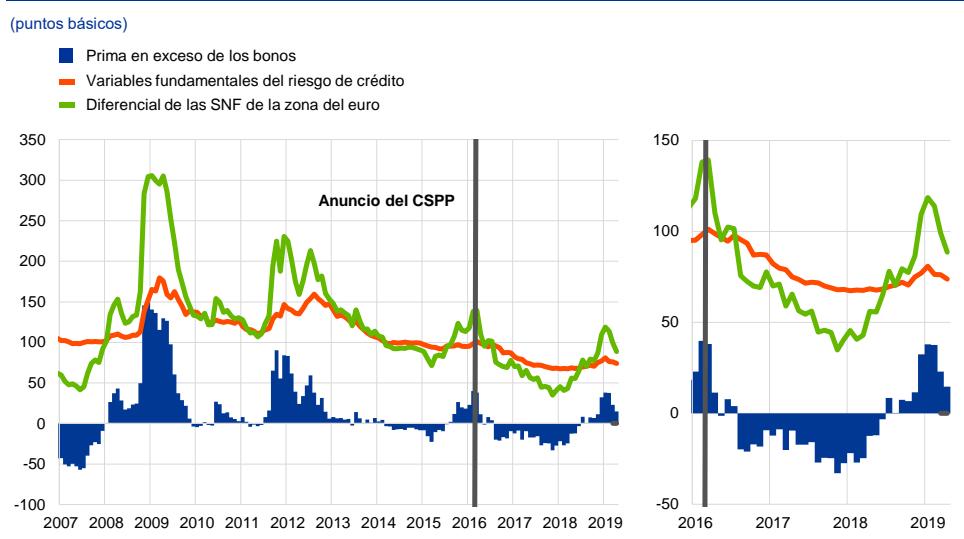
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Los índices solo incluyen bonos senior no garantizados. La línea vertical marca el anuncio del CSPP el 10 de marzo de 2016. Los índices de Estados Unidos (Reino Unido) se refieren a empresas que emiten en dólares estadounidenses (libras esterlinas) y no se limitan estrictamente a las sociedades domiciliadas en Estados Unidos (Reino Unido). La última observación corresponde al 29 de marzo de 2019.

**Los cambios en las variables fundamentales del riesgo de crédito no pueden explicar la mayor parte del incremento de los diferenciales corporativos de la zona del euro durante 2018.** En la descomposición, basada en un modelo, de los diferenciales de las sociedades no financieras en variables fundamentales del riesgo de crédito y en un componente residual —las primas en exceso de los bonos (EBP, por sus siglas en inglés)—, las EBP se identifican como el factor más destacado durante 2018 (véase gráfico B)<sup>9</sup>. El componente residual de las EBP refleja los factores determinantes de los diferenciales de crédito que no están relacionados con las variables fundamentales del riesgo crediticio, que se miden en el modelo mediante frecuencias de impago esperadas y variaciones de las calificaciones crediticias. En consecuencia, puede inferirse que la reciente desaceleración del crecimiento macroeconómico de la zona del euro aún no se ha traducido en rebajas de las calificaciones crediticias o en un aumento de los impagos esperados de las empresas.

#### Gráfico B

Descomposición de los diferenciales de las SNF de la zona del euro en variables fundamentales del riesgo de crédito y en primas en exceso de los bonos



Fuentes: Thomson Reuters, BofAML y cálculos del BCE.

Notas: La prima en exceso de los bonos (*excess bond premium*, EBP) es la desviación de los diferenciales de los bonos corporativos con respecto al riesgo de crédito del emisor. R. A. De Santis, «Unobservable country bond premia and fragmentation», *Journal of International Money and Finance*, vol. 82, número C, 2018, pp. 1-25. La última observación corresponde a marzo de 2019.

**Un análisis más detallado sugiere que los efectos de contagio (*spillovers*) de Estados Unidos y la mayor aversión al riesgo a escala global fueron los factores que más contribuyeron a la ampliación de los diferenciales, mientras que el deterioro de las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro influyó en menor medida.** Se ha estimado un modelo de vectores autorregresivos bayesiano (BVAR, por sus siglas en inglés), que incorpora restricciones de signo en las variaciones de precios entre distintos activos en las variables de Estados Unidos

<sup>9</sup> Concretamente, en el modelo se parte del supuesto de que (el logaritmo de) el diferencial de crédito de un bono específico presenta una relación lineal con: i) el riesgo de crédito medido por la suma de las calificaciones crediticias y las frecuencias de impago esperadas; ii) otros factores de riesgo medidos por la suma del cupón, la duración y el valor nominal, y iii) un componente residual.

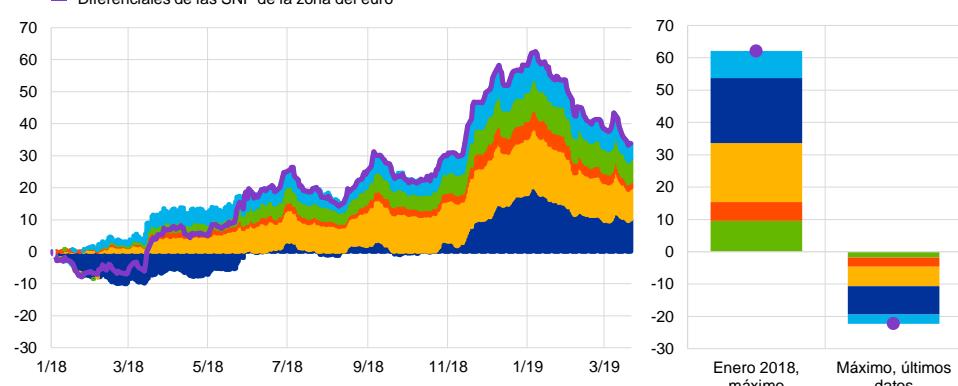
y de la zona del euro para identificar las perturbaciones macroeconómicas y monetarias de la zona del euro, así como las perturbaciones originadas en Estados Unidos y un factor de riesgo global (véase gráfico C)<sup>10</sup>. Se ha determinado que todas las perturbaciones identificadas ejercieron presiones al alza sobre los diferenciales de las sociedades no financieras de la zona del euro durante 2018. Asimismo, los dos factores principales que explican la mayor parte de la ampliación de los diferenciales parecen ser los efectos de contagio de Estados Unidos y el factor de riesgo global relacionado. El deterioro de las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro también contribuyó, pero en menor medida.

### Gráfico C

Descomposición, basada en un modelo, de los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro desde enero de 2018

(puntos básicos)

- Riesgo global
- Efectos de contagio de Estados Unidos
- Política monetaria de la zona del euro
- Perturbaciones macroeconómicas de la zona del euro
- Residual
- Diferenciales de las SNF de la zona del euro



Fuentes: iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: «Máximo» se refiere al 4 de enero de 2019. Las perturbaciones estructurales se identifican utilizando restricciones de signo en las variaciones de precios entre distintos activos en un modelo BVAR que contiene rendimientos libres de riesgo de los bonos a largo plazo de la zona del euro (10 años), cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, tipo de cambio entre el dólar y el euro, el diferencial entre los rendimientos libres de riesgo de los bonos a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos (10 años) y los diferenciales de las SNF de la zona del euro con calificación de grado de inversión. El modelo se ha estimado utilizando datos diarios del período transcurrido desde julio de 2006. La última observación corresponde al 21 de marzo de 2019.

**El factor de riesgo global es el principal determinante de la ampliación de los diferenciales de las sociedades no financieras durante el cuarto trimestre de 2018.** Los mercados de otros activos de riesgo también retrocedieron durante este período, como muestra la significativa caída de los precios de las acciones de las sociedades no financieras. Un modelo de descuento de dividendos también sugiere que el descenso de las cotizaciones no se debió tanto a las revisiones a la baja de las expectativas de los analistas con respecto a la rentabilidad futura de las empresas como a un incremento de las primas de riesgo de las acciones. Por consiguiente, es probable que el aumento del componente de riesgo global estuviera relacionado con un deterioro más generalizado de la percepción de riesgo en los distintos mercados de activos de riesgo, probablemente debido a la mayor incertidumbre macroeconómica y

<sup>10</sup> El modelo se ha estimado utilizando el conjunto de herramientas de estimación, análisis y regresión bayesianos (BEAR Toolbox); Alistair Dieppe, Björn van Roye y Romain Legrand, «BEAR toolbox», *Working Paper Series*, n.º 1934, BCE, julio de 2016.

política, sobre todo en relación con los conflictos comerciales internacionales. Desde principios de año, de nuevo el factor de riesgo global ha sido determinante en la moderación de los diferenciales, como consecuencia de la vuelta generalizada del apetito por el riesgo a algunos mercados de activos de riesgo, incluidos los de renta variable y de crédito. Esta evolución se vio impulsada por la disipación de los riesgos percibidos, favorecida por el mensaje que transmitió el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal en su reunión de enero en el que indicaba que sería paciente en relación con los ajustes futuros de los tipos de interés oficiales.

**La contribución de la política monetaria de la zona del euro a la ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos es limitada.** El modelo BVAR sugiere que, de los 60 puntos básicos de ampliación de los diferenciales de los valores de renta fija privada, solo 5 puntos básicos pueden atribuirse a la política monetaria de la zona. Esta conclusión también está respaldada por otra evidencia. A lo largo de 2018 se registraron incrementos similares en los diferenciales de los bonos tanto admisibles como no admisibles en el CSPP, lo que contrasta con la evolución observada tras el anuncio del programa en marzo de 2016, cuando los diferenciales de los bonos admisibles se redujeron en mayor medida que los correspondientes a los bonos no admisibles<sup>11</sup>. Asimismo, los diferenciales de las sociedades no financieras no mostraron una reacción apreciable ante los anuncios de política monetaria del BCE durante el período analizado. Por último, la evidencia anecdótica procedente de las entidades de contrapartida en los mercados sugiere que el final de las compras de activos del Eurosistema se había anticipado en gran medida y que fue solo un factor secundario, más que un factor determinante, en 2018.

**Con independencia del incremento observado en los diferenciales de las sociedades no financieras desde enero de 2018, las condiciones generales de financiación siguen siendo muy favorables.** La financiación mediante valores de renta fija solo representa una pequeña proporción de la financiación total de las sociedades no financieras. Como el coste de otras fuentes de financiación ha permanecido más estable, en general el aumento del coste medio ponderado de la financiación de las SNF se ha mantenido contenido (véase gráfico D)<sup>12</sup>. Además, las condiciones de oferta en los mercados primarios de valores de renta fija privada continúan siendo más favorables, en términos de volumen de emisión, que en los años anteriores a la puesta en marcha del CSPP.

---

<sup>11</sup> «The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations», Roberto A. De Santis, André Geis, Aiste Juskaite y Lia Vaz Cruz, *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2018.

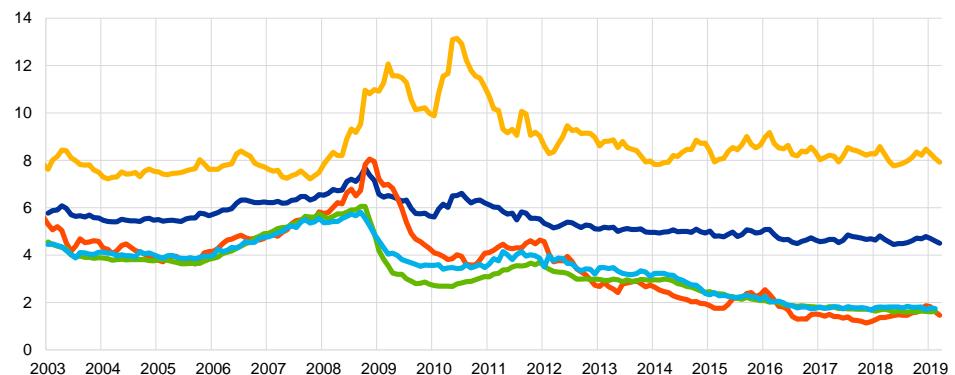
<sup>12</sup> El mercado de valores representativos de deuda representa menos del 20 % del saldo vivo de la deuda de las sociedades no financieras y alrededor del 10 % del volumen de su financiación externa.

## Gráfico D

### Condiciones de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentajes)

- Coste total de la financiación
- Coste de los recursos propios
- Coste de los valores de renta fija
- Indicador del coste de los préstamos a corto plazo
- Indicador del coste de los préstamos a largo plazo



Fuentes: Thomson Reuters, Merrill Lynch y cálculos del BCE.

Notas: La observación de marzo de 2019 correspondiente al coste total de la financiación es una previsión, que supone que los tipos de interés del crédito bancario no varían con respecto a los niveles registrados en febrero de 2019. La última observación corresponde a marzo de 2019.

## 4

# La capacidad predictiva de M1 real sobre la actividad económica real de la zona del euro

Alberto Musso

**El crecimiento de M1 real de la zona del euro se ha moderado en los últimos trimestres, lo que ha acrecentado la preocupación sobre las perspectivas económicas, debido a la fuerte relación existente entre el ciclo económico y el agregado monetario estrecho.** En este recuadro se muestra que las propiedades procíclicas y de indicador adelantado de M1 real con respecto al PIB real siguen constituyendo una regularidad empírica sólida en la zona del euro. Además, hay indicaciones de que estas propiedades reflejan la capacidad predictiva del agregado monetario estrecho, más allá de la influencia de los tipos de interés. En la coyuntura actual, los modelos en los que se utiliza el poder predictivo de M1 real sugieren que el descenso sostenido del crecimiento de M1 real desde el máximo más reciente, alcanzado a mediados de 2017, apunta a que los riesgos de recesión en la zona del euro son muy bajos hasta principios de 2020.

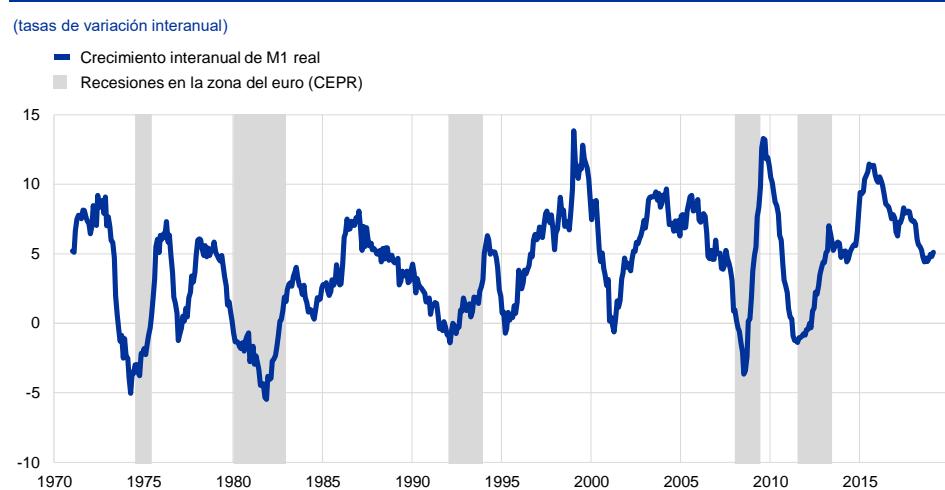
**Las propiedades procíclicas y de indicador adelantado de M1 real con respecto al PIB real de la zona del euro siguen constituyendo una regularidad empírica sólida.** Estas propiedades, que se observan en la relación entre los niveles y las tasas de crecimiento del agregado monetario estrecho real y de la actividad económica real, se han documentado en diversas publicaciones para períodos anteriores<sup>13</sup>. Un ejemplo ilustrativo de estas propiedades puede obtenerse mediante la observación de los datos mensuales relativos al crecimiento interanual de M1 real —definido como el agregado monetario estrecho M1 nominal deflactado por el IAPC— entre enero de 1970 y febrero de 2019. En concreto, se ha de destacar que esta tasa de crecimiento se adentró considerablemente en territorio negativo durante períodos prolongados justo antes de todas las recesiones históricas de la zona del euro o coincidiendo con ellas, según la datación efectuada por el Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR (véase gráfico A).

---

<sup>13</sup> Véanse, por ejemplo, C. Brand, H. E. Reimers y F. Seitz, «[Forecasting real GDP: what role for narrow money?](#)», *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, BCE, 2003, pp. 302-333; el recuadro titulado «[El contenido informativo del crecimiento real de M1 para el crecimiento del PIB real de la zona del euro](#)», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2008, y el recuadro titulado «[Stylised facts of money and credit over the business cycle](#)», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2013.

## Gráfico A

### Crecimiento interanual de M1 real y recesiones en la zona del euro



Fuentes: CEPR, BCE.

Notas: M1 real se ha obtenido deflactando M1 nominal por el IAPC. Las áreas sombreadas delimitan las recesiones identificadas por el Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR. La última observación corresponde a febrero de 2019.

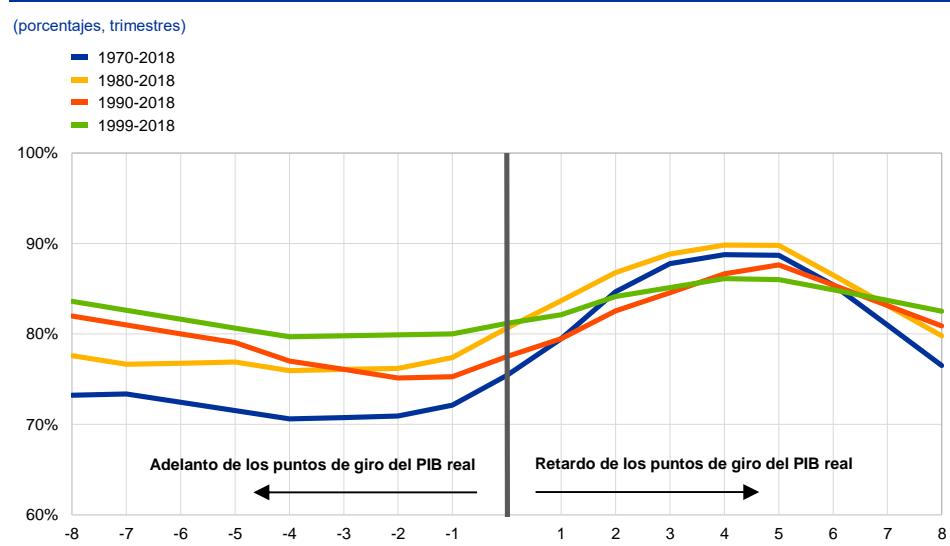
**En términos de los puntos de giro de los niveles de M1 real y del PIB real, los indicadores estadísticos sugieren que el comportamiento adelantado y la prociclicidad de los máximos y los mínimos observados en M1 real con respecto a los registrados por el PIB real representan una regularidad histórica.** De hecho, los índices de concordancia<sup>14</sup> calculados con diferentes adelantos y retardos indican que los puntos de giro de M1 real tienden a adelantarse cuatro trimestres, en promedio, a los del PIB real y que, teniendo en cuenta ese adelanto en el caso del agregado monetario estrecho, se estima que M1 real y el PIB real se encuentran en la misma fase del ciclo económico casi el 90 % del tiempo (véase gráfico B). Por otra parte, el elevado grado de sincronización entre los puntos de giro parece haberse mantenido estable desde los años setenta, también durante los subperíodos más recientes<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Los índices de concordancia, propuestos por D. Harding y A. Pagan, «Dissecting the cycle: a methodological investigation», *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n.º 2, 2002, pp. 365-381, captan el porcentaje de tiempo en el que dos series temporales binarias (obtenidas a partir de un algoritmo de identificación de puntos de giro, como el algoritmo estándar de Bry-Boschan para los ciclos clásicos) están en la misma fase.

<sup>15</sup> Se ha de observar que, dado que los puntos de giro (mínimos) más recientes del PIB real y de M1 real se registraron en el primer trimestre de 2013 y en el segundo trimestre de 2011, respectivamente, estos índices de concordancia son idénticos si se excluyen los datos a partir de 2014. Al mismo tiempo, los resultados son muy similares si solo se utilizan datos hasta 2006, es decir, los que cubren el período anterior a la crisis.

**Gráfico B**

Índices de concordancia entre el PIB real y M1 real con diferentes adelantos y retardos



Fuentes: CEPR y BCE.

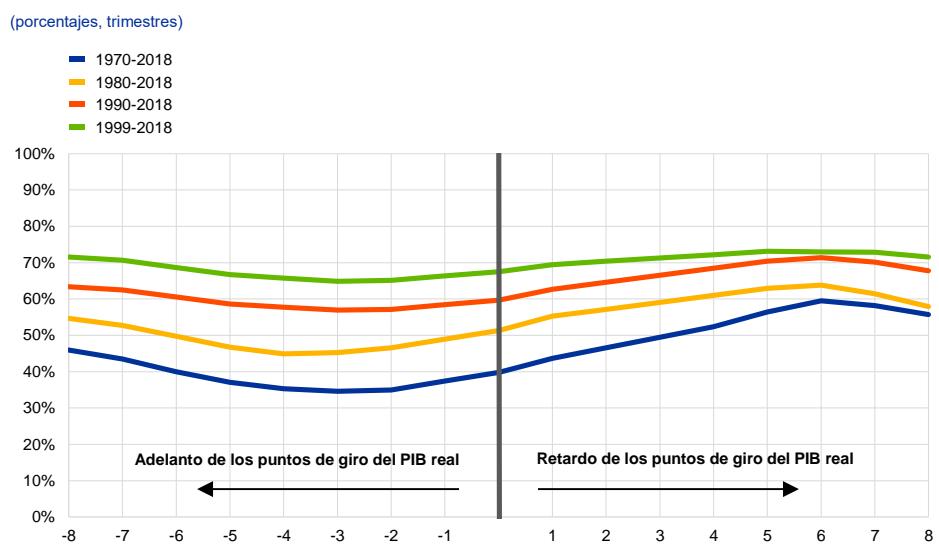
Notas: Los índices de concordancia con diferentes adelantos y retardos, calculados entre series binarias asociadas a expansiones y retrocesos de los niveles del PIB real y de M1 real, se han obtenido de una versión con datos trimestrales del algoritmo estándar de Bry-Boschan para la identificación de puntos de giro del ciclo clásico. El eje horizontal indica el número de trimestres en los que los puntos de giro del PIB real se han desplazado hacia adelante (valores positivos) o hacia atrás (valores negativos) con respecto a los puntos de giro de M1 real. Los índices se basan en datos trimestrales hasta el cuarto trimestre de 2018 desde el primer trimestre de 1970, 1980, 1990 y 1999, respectivamente.

**La evidencia empírica sugiere que la capacidad predictiva de M1 real sobre el producto real de la zona del euro no es un mero reflejo de la información contenida en la curva de rendimientos.** En vista de la abundante evidencia que señala que la pendiente de la curva de rendimientos tiene propiedades de indicador adelantado para predecir recesiones, es natural plantearse en qué medida las propiedades procíclicas y de indicador adelantado de M1 real están determinadas por el comportamiento de la curva de rendimientos, y hasta qué punto el agregado monetario estrecho seguiría siendo un indicador predictivo de la actividad económica, una vez que se tiene en cuenta la forma de la curva de rentabilidades. Los datos históricos de la zona del euro indican que la pendiente de la curva de rendimientos se mueve en el mismo sentido que la serie M1 real, con un adelanto de dos trimestres. En línea con esta regularidad histórica, los índices de concordancia con diferentes adelantos y retardos señalan que los puntos de giro de la pendiente de la curva de rendimientos tienden a adelantarse seis trimestres, en promedio, a los del PIB real y que, con ese adelanto, se estima que la pendiente de la curva y el PIB real coinciden en la misma fase del ciclo económico aproximadamente el 60 % del tiempo (véase gráfico C). Esta regularidad se debe al hecho de que los tipos de interés realmente son variables clave en las decisiones de cartera adoptadas por los hogares y las sociedades no financieras. Sin embargo, no implica necesariamente que la capacidad predictiva de M1 real sobre la actividad económica real, en general, y los riesgos de recesión, en particular, esté determinada íntegramente por su relación con la curva de rendimientos. De hecho, los índices de concordancia con respecto al PIB real apuntan a un grado de correlación más intenso con M1 real (con un adelanto de un año, como se muestra en el gráfico B) que con la pendiente de la curva de rendimientos (con un adelanto de un año y medio, como se observa en el gráfico C). Además, la relación

entre M1 real y el PIB real medida por estos índices parece ser más estable durante los subperíodos que el vínculo entre la pendiente de la curva de rendimientos y el PIB real.

### Gráfico C

Índices de concordancia entre el PIB real y la pendiente de la curva de rendimientos con diferentes adelantos y retardos



Fuentes: CEPR y BCE.

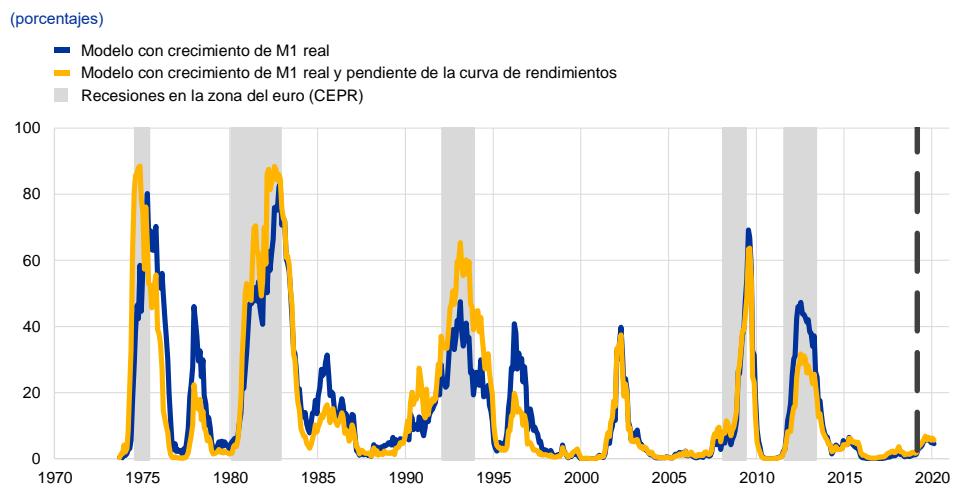
Notas: Los índices de concordancia con diferentes adelantos y retardos, calculados entre series binarias asociadas a expansiones y retrocesos de los niveles del PIB real y de la pendiente de la curva de rendimientos, se han obtenido de una versión con datos trimestrales del algoritmo estándar de Bry-Boschan para la identificación de puntos de giro del ciclo clásico. El eje horizontal indica el número de trimestres en los que los puntos de giro del PIB real se han desplazado hacia adelante (valores positivos) o hacia atrás (valores negativos), en comparación con los puntos de giro de la pendiente de la curva de rendimientos. Los índices se basan en datos trimestrales hasta el cuarto trimestre de 2018 desde el primer trimestre de 1970, 1980, 1990 y 1999, respectivamente.

**Por lo que respecta a la coyuntura actual, un análisis econométrico formal basado en modelos *probit* que utilizan la capacidad predictiva de M1 real no indica la existencia de riesgos de recesión significativos en la zona del euro en 2019 y principios de 2020.** Tomando como base datos a partir de 1970, la probabilidad de contracción del PIB real de la zona obtenida de un modelo *probit* basado en M1 real (con un desfase de doce meses) aumentó de forma acusada antes de todas las recesiones registradas anteriormente en la zona del euro (véase gráfico D), lo que proporciona evidencia sólida de la utilidad del agregado monetario estrecho para predecir recesiones en la zona del euro. Las previsiones basadas en este modelo apuntan a que los riesgos de recesión se incrementarán ligeramente en 2019, desde alrededor del 1 % en enero de 2019 hasta entre el 5 % y el 7 % en la segunda mitad del año, antes de descender hasta situarse por debajo del 5 % en febrero de 2020; es decir, se mantendrán en niveles muy bajos (línea azul). Controlar por la pendiente de la curva de rendimientos modifica los resultados solo marginalmente (línea amarilla). En general, el nivel actual del crecimiento de M1 real

todavía está considerablemente por encima de la cota que se asociaría a riesgos de que se produzca una recesión en un futuro próximo<sup>16</sup>.

#### Gráfico D

#### Probabilidades de recesión en la zona del euro basadas en modelos *probit* con M1 real retardado



Fuentes: CEPR y BCE.

Notas: Modelos *probit* estimados con datos mensuales hasta febrero de 2019. La línea vertical discontinua indica el comienzo de las previsiones para el período comprendido entre marzo de 2019 y febrero de 2020. Las áreas sombreadas delimitan las recesiones identificadas por el Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR.

<sup>16</sup> Cabe señalar que, aunque el máximo más reciente del crecimiento interanual de M1 real, registrado a mediados de 2017, puede haberse visto influido, en cierta medida, por factores especiales, entre ellos los efectos de la centralización de tesorería (*cash pooling*) y el programa de compra de activos del Eurosystema, lo importante para analizar los riesgos de recesión son los puntos de giro en el nivel de M1 real más que los del crecimiento interanual de M1 real. Dado que el crecimiento interanual de M1 real fue del 5,1 % en febrero de 2019, está muy lejos de adentrarse en territorio negativo.

# Artículos

1

## Las implicaciones económicas del aumento del proteccionismo desde una perspectiva mundial y de la zona del euro

Vanessa Gunnella y Lucia Quaglietti

El riesgo de una guerra comercial pasó a ocupar el centro de atención en 2018 cuando las amenazas proteccionistas de la Administración de Estados Unidos y de sus socios comerciales se materializaron en medidas concretas. Las tensiones aumentaron durante el verano y, aunque se han aliviado en algunos aspectos, el riesgo de que vuelvan a intensificarse sigue siendo sustancial. Se espera que el impacto de las medidas aplicadas hasta el momento sobre las perspectivas económicas globales y de la zona del euro se mantenga contenido. Sin embargo, los importantes efectos negativos podrían materializarse si se produjese una nueva escalada de tensiones comerciales. La incertidumbre relacionada con el proteccionismo está afectando al clima económico y puede incrementarse aún más, lo que posiblemente erosionaría la confianza y tendría repercusiones más significativas en la economía mundial y de la zona del euro. La complejidad de las cadenas de producción internacionales interrelacionadas también podría amplificar el impacto. Con este trasfondo, en este artículo se analizan los cambios en el ámbito de las políticas comerciales durante los últimos diez años, se examinan las implicaciones macroeconómicas del reciente aumento del proteccionismo y se evalúan los posibles efectos que podría tener una escalada de las tensiones comerciales sobre la economía mundial y la zona del euro.

### 1 Introducción

#### **El proceso de integración comercial ha retrocedido en los últimos diez años.**

El proceso de integración comercial comenzó tras la Segunda Guerra Mundial, cobró un nuevo impulso en los años ochenta y vivió una época dorada en el período comprendido entre 1990 y 2008, cuando el comercio total de bienes y servicios creció y pasó de representar el 39 % al 61 % del PIB mundial. Desde entonces, el comercio se ha ralentizado (hasta situarse actualmente en el 58 % del PIB mundial), mientras que el proteccionismo ha ido en aumento como consecuencia del incremento de las barreras no arancelarias y, más recientemente, de las arancelarias. Al mismo tiempo, el apoyo público a la globalización ha disminuido a ambos lados del Atlántico. Mientras que factores como el Brexit y el euroescepticismo han cuestionado los principios de libre circulación y de integración económica en Europa, las ventajas del libre comercio se han puesto abiertamente en entredicho en Estados Unidos. Las tensiones comerciales se intensificaron en 2018 y, cuando las amenazas proteccionistas de la Administración estadounidense y las respuestas adoptadas en represalia por sus principales socios comerciales se

materializaron en medidas concretas, el riesgo de una guerra comercial pasó a ocupar el centro de atención.

**El aumento del proteccionismo podría ser perjudicial para el comercio y para la actividad.** Existe un consenso generalizado entre los economistas acerca de los beneficios netos globales de la apertura comercial y acerca de la necesidad de suavizar el impacto negativo que ha tenido sobre determinados grupos de la sociedad, pero la solución no es establecer barreras comerciales. Una reversión de la integración comercial puede poner en peligro los beneficios económicos netos que ha generado. Al eliminarse los beneficios a largo plazo de unos vínculos comerciales y de inversión más estrechos, una vuelta al proteccionismo también podría desestabilizar los mercados financieros internacionales.

**Con este trasfondo, en este artículo se analizan las implicaciones macroeconómicas del aumento del proteccionismo y se evalúan sus efectos sobre la economía mundial y la zona del euro.** En la sección 2 se contextualiza el reciente incremento de las tensiones comerciales y se examina cómo han cambiado las políticas comerciales durante los últimos diez años. En la sección 3 se describen las medidas anunciadas por la Administración de Estados Unidos en 2018 y las adoptadas posteriormente en represalia. En la sección 4 se analizan las implicaciones macroeconómicas a corto y a largo plazo del creciente proteccionismo desde una perspectiva teórica y basada en modelos, así como si las medidas arancelarias aplicadas en 2018 pueden haber contribuido ya al deterioro progresivo de la actividad mundial y de la zona del euro, y del comercio de los últimos meses, incluso mediante efectos derivados de la incertidumbre. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

## 5 Conclusiones

**Si se consideran de forma aislada, las repercusiones de los aranceles aplicados en 2018 solo plantean un riesgo adverso limitado para las perspectivas mundiales y de la zona del euro.** La evidencia preliminar indica que para eludir los efectos de las subidas de aranceles es posible que las empresas que operan en los sectores afectados hayan ido adelantando los pedidos de importación. Aunque los flujos comerciales de los sectores afectados pueden haber comenzado a reducirse después de la entrada en vigor de los aranceles, especialmente en China, por ahora parece que el impacto de los aranceles aplicados y anunciados debido a los efectos derivados de la incertidumbre ha quedado restringido a esos sectores.

**No obstante, si se produce una nueva intensificación de las tensiones comerciales, el impacto sería mayor.** Las simulaciones basadas en modelos indican que el impacto directo a medio plazo de una escalada de las tensiones podría ser considerable y que se vería agravado por el incremento de las tensiones financieras y la caída de la confianza. Pese a algunos efectos de desviación del comercio, el comercio mundial y de la zona del euro y, por tanto, la actividad se reducirían. A más largo plazo, los efectos serían incluso más acusados.

**La liberalización del comercio en el marco de la cooperación multilateral ha sido un factor clave de la prosperidad económica mundial.** La integración comercial contribuyó a impulsar el crecimiento económico en las economías avanzadas y en desarrollo en la segunda mitad del siglo XX, a la vez que ayudó también a salir de la pobreza a cientos de millones de personas. Al mismo tiempo, aunque el libre comercio suele considerarse a menudo uno de los factores que han contribuido al aumento de la desigualdad dentro de los países y entre ellos, dar marcha atrás en la globalización no es la forma adecuada de hacer frente a estos efectos negativos. Una reversión de la apertura comercial solo servirá para agravar la desigualdad al privar a las personas de las indiscutibles ventajas económicas que aportan el comercio y la integración. Más bien, los países deberían tratar de resolver los conflictos comerciales en foros multilaterales. La cooperación multilateral ayuda a proteger a las personas de las consecuencias no deseadas de la apertura fomentando la convergencia en materia de regulación y, por consiguiente, sigue siendo crucial para responder a las inquietudes acerca de la justicia y la equidad del comercio. Los efectos sociales y distributivos derivados de una mayor integración económica también deberían abordarse con políticas específicas dirigidas a lograr resultados más justos, incluidas, por ejemplo, políticas de redistribución o medidas de formación y capacitación adecuadas.

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

## 2

# Las reglas fiscales de la zona del euro y las enseñanzas de otras uniones monetarias

Nadine Leiner-Killinger y Carolin Nerlich

*En este artículo se compara el marco de reglas fiscales de la zona del euro con los de otros países con una mayor integración fiscal, como Estados Unidos y Suiza, con el objetivo de extraer enseñanzas sobre las posibles vías de reforma de estas reglas en la Unión Económica y Monetaria (UEM). Tanto Estados Unidos como Suiza tienen una dilatada trayectoria en la aplicación de reglas de equilibrio presupuestario que ayudan a que la deuda pública de cada estado/cantón se estabilice en niveles moderados y comparables en términos generales. El reciente cambio hacia la adopción de reglas de equilibrio presupuestario en la zona del euro es un importante logro en esta dirección, y ha contribuido a mejorar, en promedio, las posiciones presupuestarias subyacentes. Con todo, es necesario que el marco de reglas fiscales sea más eficaz en la reducción del elevado endeudamiento público y en su dispersión en los distintos países de la zona del euro. Reducir la heterogeneidad de los niveles de deuda pública es también un requisito previo importante para establecer una función común de estabilización macroeconómica adecuadamente gestionada en la UEM en caso de que se produzcan crisis económicas profundas, lo que, a su vez, contribuiría a contener la prociclicidad de las reglas fiscales en los países.*

## Introducción

**En la Unión Económica y Monetaria (UEM), la política monetaria única se complementa con políticas presupuestarias que son responsabilidad de los Gobiernos nacionales.** Estas políticas están sujetas a un conjunto común de reglas fiscales y de mecanismos específicos de cada país. Tras la reciente crisis económica y financiera, que siguió a un período de bonanza económica que no se aprovechó suficientemente para constituir colchones fiscales, el marco presupuestario común de la UE se reforzó. Las medidas introducidas ponían un mayor énfasis, entre otras cosas, en la reducción de las ratios de deuda pública hasta niveles saneados. También incluían un pacto fiscal, con una disposición que establece que los objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP) de los países deben orientarse a alcanzar situaciones presupuestarias próximas al equilibrio, y que se ha de transponer al ordenamiento jurídico nacional, preferiblemente recogiéndola en la constitución.

**Aunque los trabajos para seguir mejorando el funcionamiento de la UEM continúan, los avances hacia una mayor integración fiscal realizados hasta el momento han sido limitados<sup>17</sup>.** En la declaración publicada tras la Cumbre del Euro de octubre de 2014 se indicaba que «para garantizar el correcto

<sup>17</sup> En este artículo, la integración fiscal se define como una transferencia parcial de recursos y competencias presupuestarias del ámbito de la política fiscal al nivel central de gobierno desde los niveles inferiores. Cabe esperar que una mayor integración fiscal derive, en última instancia, en un sistema de federalismo fiscal (véase sección 4).

funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria es esencial una coordinación más estrecha de las políticas económicas», y se señalaba la importancia de preparar «las próximas medidas para mejorar la gobernanza económica en la zona del euro». Posteriormente, en el «Informe de los cinco presidentes», publicado en 2015, se formularon propuestas para completar la UEM, y se subrayó que «se debe avanzar [...] hacia una Unión Presupuestaria que proporcione sostenibilidad y estabilización presupuestarias»<sup>18</sup>. Esto refleja el hecho de que, a diferencia de otras uniones monetarias, la UEM no está dotada de un presupuesto federal significativo. Así pues, no existe un presupuesto independiente y centralizado que podría utilizarse para apoyar la estabilización fiscal de la economía de la zona del euro en recesiones económicas profundas. En la Cumbre del Euro de diciembre de 2018 se encomendó al Eurogrupo que «trabaje sobre la concepción, las modalidades de ejecución y el calendario de un instrumento presupuestario de convergencia y competitividad [...]», pero no se instaba a trabajar en el establecimiento de una capacidad de estabilización centralizada<sup>19</sup>.

**Este artículo tiene por finalidad extraer enseñanzas de los marcos de reglas fiscales existentes en otras uniones monetarias con una mayor integración fiscal para diseñar las reglas fiscales de la zona del euro.** Concretamente, se analizan las reglas fiscales vigentes en Estados Unidos y Suiza, que son ejemplos de uniones monetarias con una estructura federal, reglas fiscales a nivel federal y subfederal y un abultado presupuesto como eje central. Se ha de destacar que estas uniones monetarias difieren de la zona del euro en que también son uniones políticas, en el sentido de que conforman una única nación o estado federal.

**Las conclusiones muestran que el mayor énfasis en las reglas de equilibrio presupuestario observado en los países de la zona del euro ha acercado la UEM a la estructura existente en Estados Unidos y Suiza.** Estos países tienen una dilatada trayectoria en la aplicación de reglas de equilibrio presupuestario a nivel subfederal, lo que, en conjunto, ha conducido a que sus ratios de deuda pública sean más bajas y menos divergentes que las de la zona del euro. Para conseguir un resultado comparable, el marco fiscal de la UE ha de ser aún más eficaz en la reducción de las elevadas cargas de deuda pública nacionales. Ello haría que los países en cuestión fueran menos vulnerables a recesiones económicas e incrementaría la capacidad de resistencia de la zona del euro en su conjunto. Sin embargo, las reglas de equilibrio presupuestario pueden dificultar que los Gobiernos den una orientación suficientemente contracíclica a la política fiscal, particularmente en recesiones económicas profundas. En otras uniones monetarias, estas reglas a nivel subfederal se acompañan de la posibilidad de estabilizar la economía desde el nivel central, o, en menor medida, a través del uso de «fondos de reserva» a nivel subfederal.

**Este artículo se estructura como sigue:** en la sección 2 se examinan las principales reglas fiscales que rigen estas políticas en la zona del euro centrándose

---

<sup>18</sup> Véase J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi y M. Schulz, «Realizar la Unión Económica y Monetaria», Comisión Europea, junio de 2015.

<sup>19</sup> Para información más detallada, véase la Declaración de la Cumbre del Euro, 14 de diciembre de 2018.

en las reglas fiscales establecidas a nivel de cada país y en cómo están vinculadas al marco de gobernanza común de la UE. En la sección 3 se describen los desarrollos fiscales más importantes desde la crisis con el fin de determinar si el fortalecimiento del marco de gobernanza fiscal ha tenido un impacto perceptible. En la sección 4 se presentan las principales características de los marcos de reglas fiscales que rigen las políticas presupuestarias en Estados Unidos y Suiza. Sobre la base de este análisis, la sección 5 trata de documentar los debates sobre la manera de profundizar en la UEM y de corregir las deficiencias del marco fiscal vigente. Por último, en la sección 6 se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**A continuación se resumen las principales conclusiones de este artículo.** Una comparación entre el marco de reglas fiscales aplicable en los países de la zona del euro con el existente en países con una mayor integración fiscal, como Estados Unidos y Suiza, puede ofrecer criterios de referencia para completar la UEM. Tanto Estados Unidos como Suiza tienen una dilatada trayectoria en la aplicación de reglas de equilibrio presupuestario, que contribuyen a que la deuda pública de los estados y cantones se stabilice en niveles moderados y no muy divergentes. El mayor énfasis en este tipo de reglas en la zona del euro es un logro importante, y el hecho de que la mayoría de los países de la zona actualmente registren posiciones presupuestarias subyacentes que son acordes con un presupuesto equilibrado a medio plazo también constituye una primera señal de que las reglas de equilibrio presupuestario han ganado en eficacia.

**Con todo, varios países, especialmente aquellos con niveles elevados de deuda pública, han de seguir avanzando hacia la consecución de sus OMP.**

Para ello se puede incrementar la eficacia del marco de reglas fiscales. En general, si los países de la zona del euro constituyen colchones para evitar un endurecimiento de la política fiscal en las recesiones, los presupuestos nacionales pueden cumplir su función como instrumentos estabilizadores. Reducir la heterogeneidad de los niveles de deuda en los distintos países de la zona también sería un requisito previo importante para establecer una función común de estabilización macroeconómica para hacer frente a crisis profundas, como en otras uniones monetarias, lo que también reforzaría la política monetaria única.

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

© Banco Central Europeo, 2019

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 9 de abril de 2019.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-19-003-ES-N (edición electrónica)