

Recuadros

1 La disminución de las desinversiones netas en la zona del euro en 2018: reducción de la inversión directa y desaceleración de la inversión de cartera

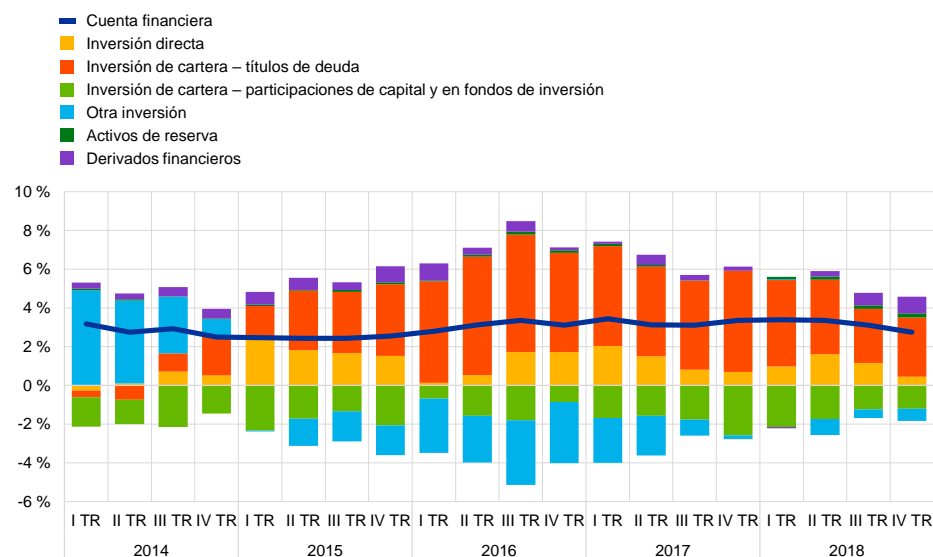
Michael Fidora y Martin Schmitz

En 2018, la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro registró desinversiones netas equivalentes al 2,7 % del PIB de la zona (véase gráfico A). La disminución de estas desinversiones, desde el 3,4 % del PIB en 2017, está en línea con la reducción del superávit por cuenta corriente de la zona observada en 2018 y refleja, en cierta medida, la reducción gradual de las compras netas efectuadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema (APP, por sus siglas en inglés). Los flujos netos de salida continuaron estando determinados por la inversión de cartera en títulos de deuda, así como, en menor medida, por los derivados financieros, la inversión directa y los activos de reserva. Al mismo tiempo, la zona del euro contabilizó entradas netas de inversión de cartera en forma de participaciones de capital y de la otra inversión (principalmente efectivo, préstamos y depósitos).

Gráfico A

Principales partidas de la cuenta financiera de la zona del euro

(sumas móviles de cuatro trimestres, porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Una cifra positiva (negativa) indica salidas (entradas) netas de (en) la zona del euro. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

La disminución del saldo de la cuenta financiera coincidió con un descenso generalizado de los flujos financieros transfronterizos en 2018 (véase gráfico B). En el lado de los activos, las adquisiciones netas de títulos de deuda de

la inversión de cartera de fuera de la zona del euro por parte de residentes en la zona se redujeron a menos de la mitad en 2018 y se situaron en el 1,4 % del PIB, desde el 4,1 % del PIB de 2017, mientras que las compras netas de participaciones de capital y en fondos de inversión de fuera de la zona cayeron hasta situarse en el 0,2 % del PIB (desde el 1,8 % del PIB de 2017). La mayor variación correspondió a la inversión directa, ya que los residentes en la zona del euro realizaron desinversiones netas en el exterior equivalentes al 1,9 % del PIB (frente a las inversiones netas del 3,9 % del PIB de 2017). La evolución de los pasivos fue similar, ya que los no residentes efectuaron desinversiones netas del 2,4 % del PIB de la zona del euro (después de realizar inversiones netas del 3,2 % del PIB el año anterior). Por otra parte, los inversores de fuera de la zona del euro incrementaron ligeramente las ventas netas de títulos de deuda de la inversión de cartera, hasta el 1,6 % del PIB, mientras que sus adquisiciones netas de participaciones de capital y en fondos de inversión descendieron, hasta situarse en el 1,4 % del PIB (desde el 4,3 % del PIB de 2017)⁸. Las reducciones contabilizadas en la inversión de cartera y en las transacciones de inversión directa en la zona del euro en 2018 son acordes, en líneas generales, con las observadas en otras economías avanzadas⁹.

⁸ La «otra inversión» se mantuvo relativamente estable, ya que los flujos de activos y pasivos aumentaron, hasta alcanzar el 2 % y el 2,7 % del PIB, respectivamente (frente al 1,9 % y el 2,1 % del PIB en 2017).

⁹ De acuerdo con el conjunto de datos que se recogen en P. McQuade y M. Schmitz, «[America First? A US-centric view of global capital flows](#)», *Working Paper Series*, n.º 2238, BCE, febrero de 2019.

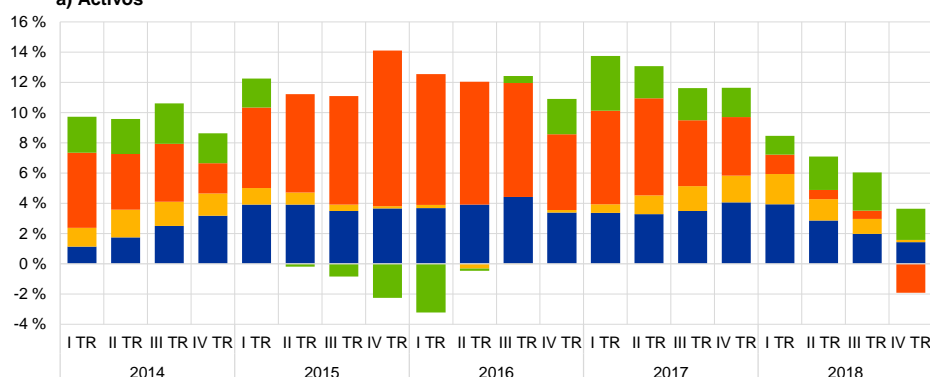
Gráfico B

Partidas seleccionadas de la cuenta financiera de la zona del euro

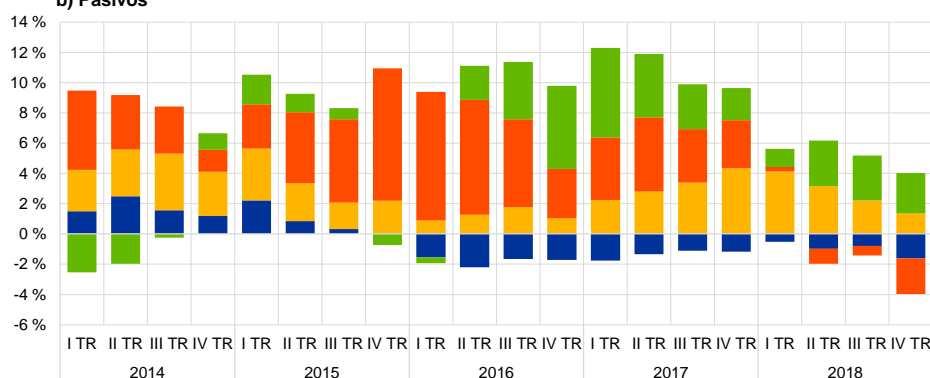
(sumas móviles de cuatro trimestres, porcentajes del PIB)

- Inversión de cartera – títulos de deuda
- Inversión de cartera – participaciones de capital y en fondos de inversión
- Inversión directa
- Otra inversión

a) Activos



b) Pasivos



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: En los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona. En los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores no residentes en la zona. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

La inversión de cartera en activos de fuera de la zona del euro, en particular en títulos de deuda, continuó reflejando el impacto del programa de compra de activos del Eurosistema en 2018¹⁰. Desde la puesta en marcha del programa ampliado de compra de activos en el primer trimestre de 2015, los residentes en la zona del euro han continuado realizando adquisiciones netas de títulos de deuda a largo plazo del exterior en vista de los diferenciales negativos de tipos de interés frente a otras economías avanzadas (véase gráfico B). En concreto, han reajustado sus carteras hacia deuda soberana emitida por otras economías avanzadas, principalmente el Tesoro estadounidense, ya que se considera el sustituto más próximo de los valores admitidos en el programa de compras de valores públicos. Al mismo tiempo, también siguieron siendo compradores netos de participaciones de

¹⁰ Entre el 9 de marzo de 2015 y el 19 de diciembre de 2018, el Eurosistema realizó adquisiciones netas de activos del sector público en el marco del programa de compras de valores públicos, parte del APP ampliado. Para más detalles, véase el [sitio web del BCE](#).

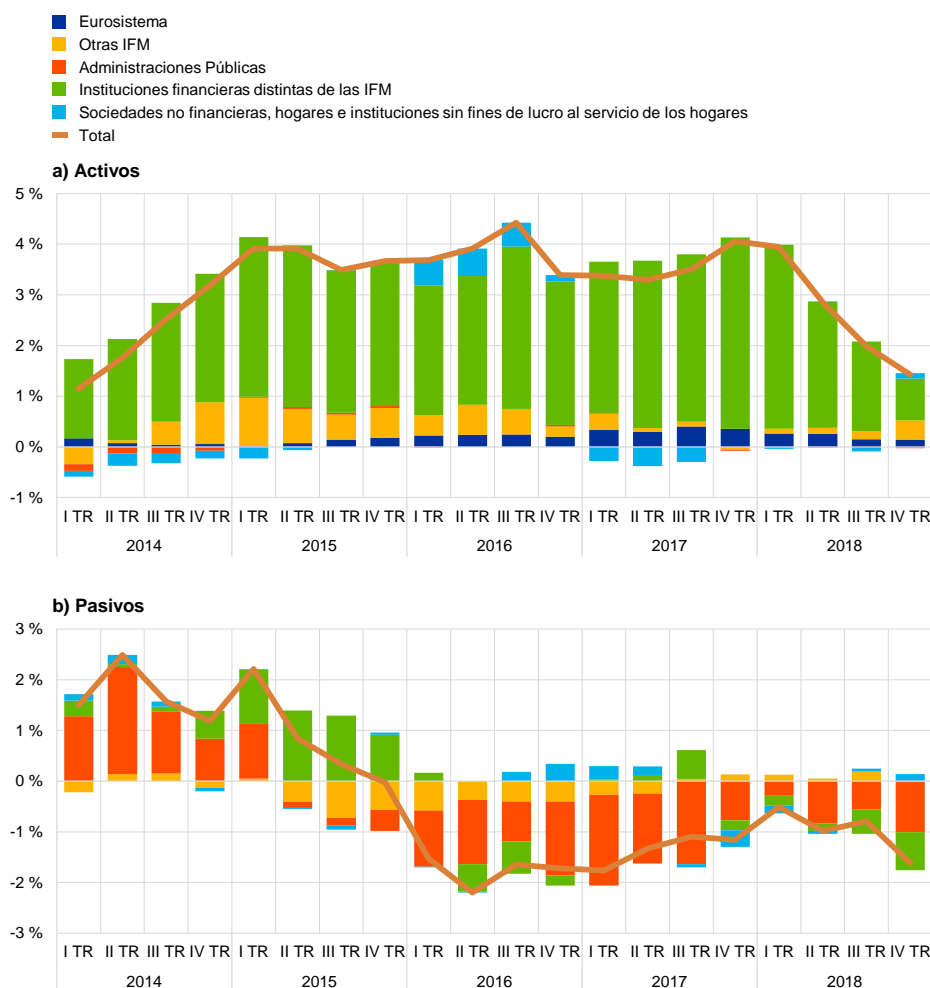
capital y en fondos de inversión del exterior¹¹. En 2018 los inversores de la zona del euro continuaron realizando adquisiciones netas de títulos de deuda de Estados Unidos, al tiempo que gran parte de las compras de títulos de deuda emitidos por residentes en Japón y en el Reino Unido se interrumpieron, contribuyendo así a la reducción global de las compras netas de títulos de deuda de fuera de la zona. Como en años anteriores, las «instituciones financieras distintas de las instituciones financieras monetarias (IFM)» —que incluyen los fondos de inversión y los fondos de pensiones, así como las empresas de seguros— fueron las principales compradoras netas de títulos de deuda de la inversión de cartera de fuera de la zona en 2018, seguidas de las IFM, excluido el Eurosistema (véase gráfico C).

¹¹ Véanse B. Coeuré, «[The international dimension of the ECB's asset purchase programme](#)», discurso pronunciado en la reunión del Foreign Exchange Contact Group, 11 de julio de 2017, y K. Bergant, M. Fidora y M. Schmitz, «[International capital flows at the security level – evidence from the ECB's asset purchase programme](#)», *ECMI Working Papers*, n.º 7, Centre for European Policy Studies, 2018.

Gráfico C

Transacciones de títulos de deuda de la inversión de cartera de la zona del euro por principales sectores institucionales

(sumas móviles de cuatro trimestres, porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: En los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona. En los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores no residentes en la zona. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

Por lo que respecta a la inversión de cartera en la zona del euro, las persistentes ventas netas de deuda pública de la zona por parte de no residentes han sido otro determinante clave de los flujos financieros de la zona desde la puesta en marcha del APP. Esto refleja fundamentalmente el destacado papel que desempeñan los no residentes como contrapartes del Eurosistema en la implementación del APP¹². En línea con esto, las ventas netas de deuda pública de la zona del euro por parte de inversores no residentes fueron particularmente abultadas en los cuatro trimestres anteriores al primer trimestre de 2017 (véase gráfico C), es decir, durante el período en el que las compras netas mensuales de activos por parte del Eurosistema alcanzaron un máximo de 80 mm

¹² Véase el recuadro titulado «¿Qué sectores han vendido los valores públicos adquiridos por el Eurosistema?», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2017.

de euros. Posteriormente, las ventas netas de deuda pública de la zona por parte de no residentes disminuyeron de forma gradual, con toda probabilidad como consecuencia de la reducción paulatina del ritmo de adquisiciones netas por el Eurosistema hasta el final de 2018¹³. Los inversores de fuera de la zona del euro también fueron vendedores netos de títulos de deuda de la zona emitidos por instituciones financieras distintas de las IFM en 2018, mientras que pasaron a ser compradores netos de títulos de deuda emitidos por las IFM, excluido el Eurosistema (véase gráfico C).

La reducción de la inversión directa observada en 2018 reflejó principalmente transacciones frente a Estados Unidos, asociadas en parte a la reforma fiscal en ese país (véase gráfico D). Las desinversiones netas en inversión directa en la zona del euro por parte de residentes en Estados Unidos ascendieron al 2,3 % del PIB de la zona en 2018 y fueron especialmente pronunciadas en la primera mitad de dicho año. Esta evolución es atribuible, al menos en parte, al impacto de la Ley del Empleo y de Recortes de Impuestos (*Tax Cuts and Jobs Act*) aprobada por el Gobierno Federal estadounidense en diciembre de 2017, que provocó la repatriación de beneficios acumulados en el exterior por parte de las empresas matrices de multinacionales con sede en Estados Unidos¹⁴. Asimismo, las desinversiones netas en inversión directa en la zona del euro por parte de residentes en centros financieros extraterritoriales representaron el 1,2 % del PIB de la zona, y posiblemente también son atribuibles al impacto de la reforma fiscal en Estados Unidos, a través de entidades intermediarias residentes en esas jurisdicciones. Además, esto puede reflejar asimismo los cambios en las políticas fiscales adoptadas a nivel internacional para abordar las prácticas de desplazamiento de beneficios de las multinacionales. Por otra parte, en 2018, las mayores inversiones netas en inversión directa en la zona del euro (0,5 % del PIB de la zona) fueron efectuadas por residentes en Suiza. Por lo que respecta a la inversión directa de la zona del euro en el exterior, los residentes realizaron desinversiones sobre todo en Estados Unidos (1,5 % del PIB de la zona del euro) y en centros financieros extraterritoriales (1,1 % del PIB de la zona del euro). La mencionada reforma fiscal en Estados Unidos también puede haber influido en estos casos, ya que las multinacionales a menudo canalizan sus operaciones de financiación interna a través de entidades de propósito especial, de las que algunas son residentes en la zona del euro¹⁵. Además, por primera vez desde 2008, los residentes en la zona del euro efectuaron desinversiones en inversión directa en el Reino Unido (1,1 % del PIB) en 2018.

¹³ Véase B. Cœuré, «[The international dimension of the ECB's asset purchase programme: an update](#)», discurso pronunciado en la conferencia «Exiting Unconventional Monetary Policies», organizada por Euro 50 Group, CF40 forum y CIGI, París, 26 de octubre de 2018.

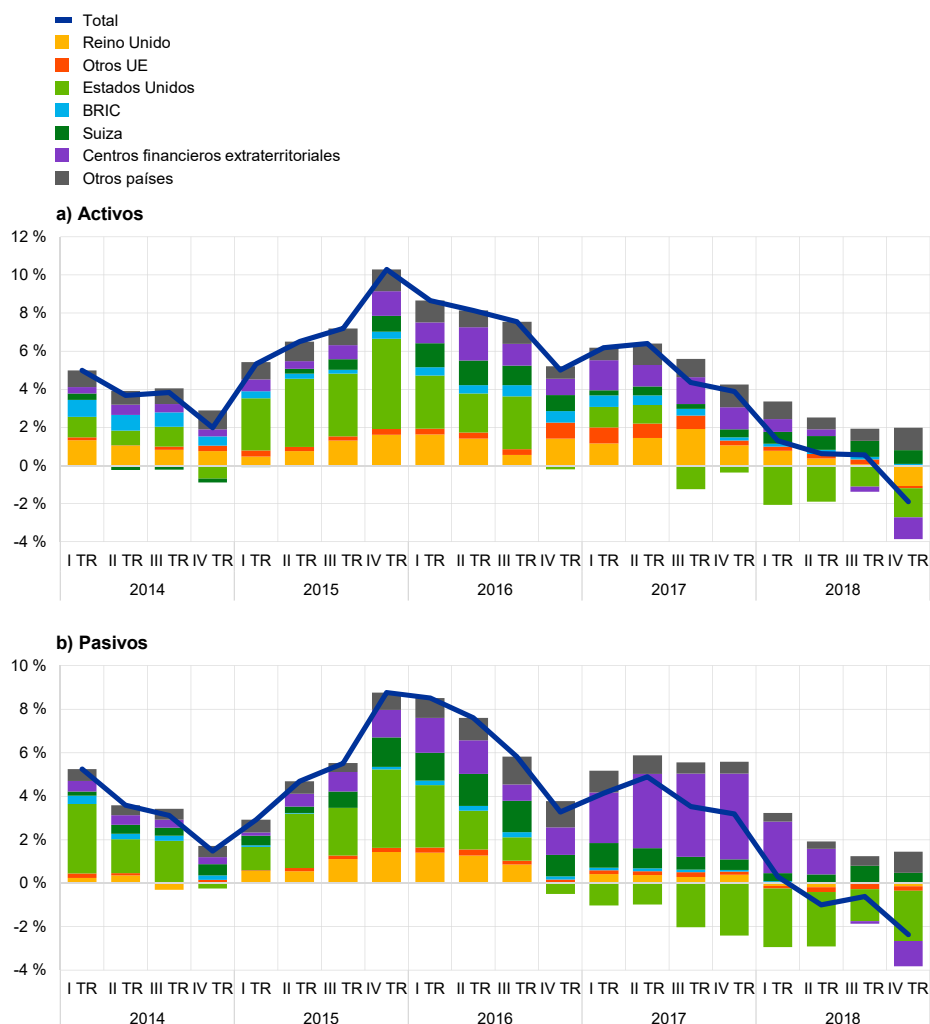
¹⁴ Véanse «[FDI in Figures](#)», OCDE, abril de 2019, y L. Emter, B. Kennedy y P. McQuade, «[US profit repatriations and Ireland's Balance of Payments statistics](#)», *Quarterly Bulletin*, Central Bank of Ireland, abril de 2019.

¹⁵ «[FDI in Figures](#)», OCDE, abril de 2019.

Gráfico D

Transacciones de inversión directa en la zona del euro por área geográfica de las contrapartes

(sumas móviles de cuatro trimestres, porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: En los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona. En los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores no residentes en la zona. «Otros UE» incluye instituciones de la UE y los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excluido el Reino Unido. Los países «BRIC» son Brasil, Rusia, la India y China. «Otros países» incluye todos los países y grupos de países que no figuran en el cuadro, así como la información que ha quedado indeterminada geográficamente. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 30 de enero y el 16 de abril de 2019

Iwona Durka y Annette Kamps

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el primer y el segundo períodos de mantenimiento de reservas de 2019, comprendidos entre el 30 de enero y el 12 de marzo de 2019 y entre el 13 de marzo y el 16 de abril de 2019, respectivamente. Durante este período, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente. En paralelo, el Eurosistema continuó con la fase de reinversión de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), por lo que siguió reinvertiendo el principal de los valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos que fueron venciendo.

Necesidades de liquidez

En el período analizado, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.496,4 mm de euros, lo que representa un descenso de 15,1 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2018). Esta leve reducción de las necesidades de liquidez fue resultado, en gran medida, de la disminución de 16,2 mm de euros registrada en los factores autónomos netos, que pasaron a situarse en una cifra de 1.368,3 mm de euros durante el período considerado.

El descenso de los factores autónomos netos fue consecuencia del aumento de los factores de inyección de liquidez, que fue mayor que el de los factores de absorción de liquidez. La contribución más destacada al crecimiento de los factores de inyección de liquidez procedió de los activos netos denominados en euros, que, en promedio, experimentaron un incremento de 43,2 mm de euros y se situaron en 196,6 mm de euros, lo que significa que se revirtió casi en su totalidad la disminución de 46,7 mm de euros registrada por estos activos en el período anterior como resultado del patrón estacional al final del año. El alza de los factores de inyección de liquidez también se debió al aumento del valor de los activos exteriores netos, que crecieron, en promedio, 32,2 mm de euros. Entre los factores de absorción de liquidez, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas y otros factores autónomos se incrementaron, en promedio, 2,2 mm de euros, 27,2 mm de euros y 29,9 mm de euros, hasta situarse

en 1.212,2 mm de euros, 263,3 mm de euros y 760,6 mm de euros, respectivamente.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo – necesidades de liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 30 de enero a 16 de abril de 2019						Período de referencia anterior: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 30 de enero a 12 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.236,1	(+59,3)	2.224,6	(+31,2)	2.249,9	(+25,3)	2.176,8	(+12,0)
Billetes en circulación	1.212,2	(+2,2)	1.209,2	(-9,6)	1.215,8	(+6,6)	1.210,0	(+16,8)
Depósitos de las AAPP	263,3	(+27,2)	257,3	(+26,0)	270,5	(+13,2)	236,1	(-23,3)
Otros factores autónomos	760,6	(+29,9)	758,1	(+14,8)	763,6	(+5,5)	730,7	(+18,5)
Cuentas corrientes	1.371,3	(+13,7)	1.364,8	(+32,7)	1.379,0	(+14,2)	1.357,6	(-0,5)
Instrumentos de política monetaria	757,6	(-7,3)	765,5	(-1,8)	748,0	(-17,5)	764,9	(-14,8)
Exigencias de reservas mínimas ¹	128,1	(+1,1)	127,9	(+0,5)	128,4	(+0,5)	127,1	(+0,4)
Facilidad de depósito	629,4	(-8,4)	637,6	(-2,3)	619,6	(-18,0)	637,8	(-15,2)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Activo – oferta de liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 30 de enero a 16 de abril de 2019						Período de referencia anterior: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 30 de enero a 12 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	868,1	(+75,4)	852,4	(+71,2)	886,9	(+34,4)	792,7	(-39,2)
Activos exteriores netos	671,4	(+32,2)	665,5	(+9,7)	678,6	(+13,2)	639,2	(+7,4)
Activos netos denominados en euros	196,6	(+43,2)	187,0	(+61,5)	208,2	(+21,3)	153,5	(-46,7)
Instrumentos de política monetaria	3.369,1	(-10,8)	3.375,0	(-9,7)	3.362,0	(-13,0)	3.379,8	(+35,7)
Operaciones de mercado abierto	3.369,0	(-10,7)	3.374,9	(-9,7)	3.361,9	(-13,0)	3.379,7	(+35,7)
Operaciones de subasta	727,7	(-4,9)	729,1	(-2,6)	726,0	(-3,1)	732,5	(-6,6)
OPF	5,9	(-1,5)	6,0	(-1,9)	5,7	(-0,3)	7,3	(+2,5)
OPFML a tres meses	3,9	(-0,7)	4,3	(-0,7)	3,5	(-0,7)	4,7	(+0,1)
Operaciones TLTRO-II	717,9	(-2,7)	718,8	(-0,0)	716,7	(-2,1)	720,5	(-3,7)
Carteras en firme	2.641,3	(-5,9)	2.645,8	(-7,1)	2.635,9	(-9,9)	2.647,2	(+42,2)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,1	(-0,2)	4,2	(-0,1)	3,9	(-0,3)	4,3	(-0,2)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	3,9	(-0,1)	4,0	(-0,0)	3,8	(-0,2)	4,0	(-0,0)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	262,2	(-0,1)	262,4	(-0,2)	261,9	(-0,5)	262,3	(+3,9)
Programa para los mercados de valores	65,3	(-7,7)	67,4	(-5,7)	62,8	(-4,7)	73,0	(-1,2)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	26,2	(-1,5)	26,4	(-1,2)	25,9	(-0,5)	27,6	(+0,3)
Programa de compras de valores públicos	2.101,6	(+2,9)	2.103,3	(+0,1)	2.099,7	(-3,6)	2.098,7	(+30,9)
Programa de compras de bonos corporativos	178,0	(+0,9)	178,1	(-0,1)	177,9	(-0,2)	177,1	(+8,4)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(-0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 30 de enero a 16 de abril de 2019						Período de referencia anterior: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 30 de enero a 12 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas	1.496,4	(-15,1)	1.500,4	(-39,6)	1.491,7	(-8,6)	1.511,5	(+51,8)
Factores autónomos ²	1.368,3	(-16,2)	1.372,5	(-40,1)	1.363,3	(-9,2)	1.384,5	(+51,4)
Exceso de liquidez	1.872,5	(+4,3)	1.874,5	(+29,9)	1.870,1	(-4,4)	1.868,2	(-16,1)

Evolución de los tipos de interés

(medias, porcentajes)

	Período de referencia actual: 30 de enero a 16 de abril de 2019						Período de referencia anterior: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 30 de enero a 12 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 13 de marzo a 16 de abril		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eonia	-0,367	(-0,00)	-0,367	(-0,00)	-0,367	(+0,00)	-0,363	(-0,00)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de mantenimiento o de referencia anterior.

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

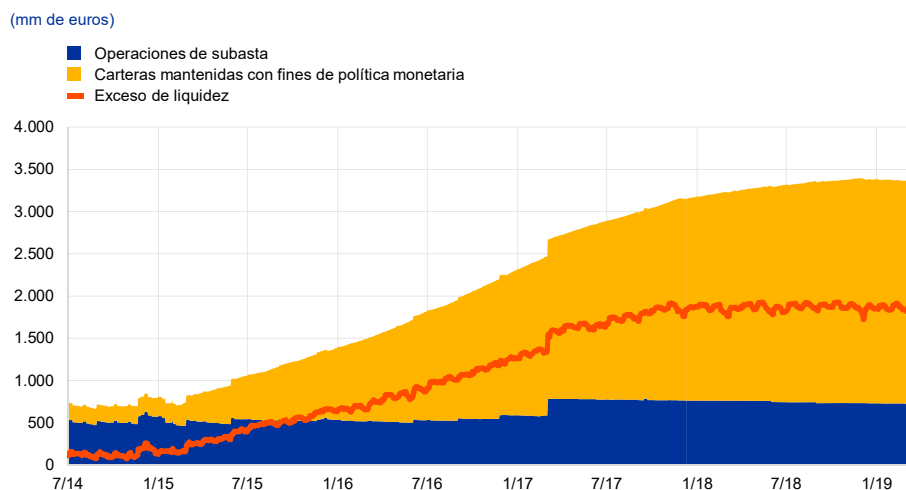
2) El valor total de los factores autónomos incluye también «partidas en curso de liquidación».

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —incluidas tanto operaciones de subasta como carteras mantenidas con fines de política monetaria— se redujo en 10,8 mm de euros, hasta un importe de 3.369,1 mm de euros (véase gráfico A). Este descenso fue motivado por la menor demanda en las operaciones de subasta y por la disminución de la liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas con fines de política monetaria, debido, en particular, a las amortizaciones de los valores adquiridos en el marco del programa para los mercados de valores (SMP, por sus siglas en inglés).

Gráfico A

Evolución de la liquidez proporcionada a través de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta disminuyó ligeramente (en 4,9 mm de euros) durante el período considerado y se situó en 727,7 mm de euros. Esta disminución fue atribuible, principalmente, a la menor liquidez inyectada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), que se redujo, en promedio, en 2,7 mm de euros como resultado de los reembolsos anticipados voluntarios. La menor demanda también se tradujo en un descenso de 1,5 mm de euros en la liquidez proporcionada a través de las OPF, que se situó, en promedio, en 5,9 mm de euros, y en una caída de 0,7 mm de euros en la liquidez inyectada mediante operaciones de financiación a plazo más largo (OPFML) a tres meses, que se situó, en promedio, en 3,9 mm de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria se redujo en 5,9 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.641,3 mm de euros, debido principalmente a las amortizaciones de los bonos de la cartera del programa para los mercados de valores. Las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos primeros programas de adquisiciones de bonos garantizados ascendieron a 8 mm de euros en total. Con respecto a las carteras del APP, desde el 1 de enero de 2019 el programa se encuentra en la fase de reinversión. Aunque las compras netas de activos han llegado a su fin, está previsto que continúe la reinversión del principal de los valores adquiridos en el marco del APP 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. Las reinversiones se ajustan al principio de neutralidad de mercado mediante una actuación fluida y flexible. Durante la fase de reinversión, es posible que, por razones operativas, se produzcan algunas desviaciones temporales en el tamaño y la composición del

APP¹⁶. El valor nominal de la cartera del APP se mantiene estable —en el período analizado solo aumentó en 2,1 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.567,9 mm de euros—.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez se incrementó ligeramente en comparación con el período anterior, en 4,3 mm de euros, hasta situarse en 1.872,5 mm de euros (véase gráfico A).

Este aumento refleja el descenso de los factores autónomos netos, que fue parcialmente compensado por una ligera disminución de la liquidez inyectada a través de las operaciones de subasta y de las carteras mantenidas con fines de política monetaria del Eurosistema. La cartera del APP se mantuvo estable como consecuencia del comienzo de la fase de reinversión del programa el 1 de enero. En cuanto a la distribución del exceso de liquidez entre las cuentas corrientes y la facilidad de depósito, los saldos medios en cuenta corriente registraron un leve incremento (de 13,7 mm de euros) y se situaron en 1.371,3 mm de euros, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito descendió en 8,4 mm de euros y se situó en 629,4 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés a un día de las operaciones con garantía y sin garantía del mercado monetario se mantuvieron próximos al tipo de la facilidad de depósito del BCE.

En el mercado de operaciones sin garantía, el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el -0,367 %, porcentaje ligeramente inferior al registrado en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó en una banda comprendida entre el mínimo del -0,372 % observado el 26 de febrero y el 5 de marzo y el máximo del -0,356 % registrado el 29 de marzo (final del trimestre). En cuanto al mercado monetario de operaciones con garantía, el diferencial de los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling¹⁷ entre las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía se amplió ligeramente. En comparación con el período anterior, el tipo *repo* medio a un día para la cesta estandarizada de activos de garantía se redujo en torno a 1 punto básico, hasta situarse en el -0,425 %, mientras que el correspondiente a la cesta ampliada permaneció estable, en general, en el -0,408 %.

¹⁶ Véase el artículo titulado «[Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

¹⁷ El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

3 Definiciones y características de los baches coyunturales en la zona del euro

Mattia Duma, Magnus Forsells y Neale Kennedy

Después de registrar un comportamiento excepcionalmente dinámico en 2017, el crecimiento se ralentizó en 2018, planteando la cuestión de si se trataba solo de un «bache coyuntural» (*soft patch*) de carácter temporal o se debería haber interpretado que apuntaba a un período de debilidad más prolongado.

La expresión «bache coyuntural» se utiliza ampliamente en los medios y en otros ámbitos para describir un período pasajero de crecimiento más lento durante una fase expansiva caracterizada por tasas de crecimiento tendencial más elevadas¹⁸. Sin embargo, parece que los análisis de dichos períodos son relativamente escasos, en particular para la zona del euro.

La economía de la zona del euro ha experimentado cinco máximos y mínimos cíclicos desde principios de la década de los setenta¹⁹. El concepto de «bache coyuntural» solo es relevante durante las fases de expansión, es decir, los períodos transcurridos entre los mínimos y los máximos cíclicos. En el gráfico A se trazan los cinco períodos de expansión registrados en la zona del euro desde principios de los años setenta, identificados por el Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR (donde el mínimo toma el valor base igual a 100)²⁰. Es importante señalar que la fase alcista más reciente, que comenzó en el primer trimestre de 2013, todavía no ha finalizado²¹. Si se examinan estas fases expansivas, incluida la actual, resulta claro que difieren sustancialmente tanto en términos de duración como de intensidad. Al mismo tiempo, una característica común a todas ellas es una volatilidad relativamente baja. Pese a ello, hay breves períodos dentro de cada una de estas fases expansivas en los que el crecimiento del producto se ha ralentizado temporalmente.

¹⁸ Véase, por ejemplo, M. Draghi, «[Monetary policy in the euro area](#)», discurso pronunciado en la conferencia «The ECB and Its Watchers XX», Fráncfort del Meno, 27 de marzo de 2019.

¹⁹ Los datos del PIB se han obtenido de la Area Wide Model Database. Véase G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, «[An area-wide model \(AWM\) for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 42, BCE, enero de 2001.

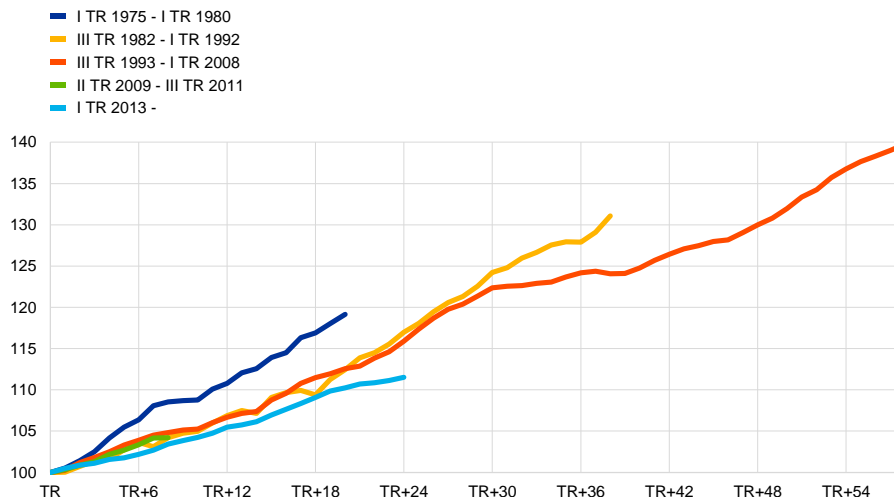
²⁰ Para más información sobre este comité, véase el [sitio web](#) del Centre for Economic Policy Research (CEPR).

²¹ Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «[La medición y predicción del ciclo económico de la zona del euro](#)», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2011.

Gráfico A

Períodos de expansión en la zona del euro

(mínimo = 100)



Fuentes: Eurostat, AWM Database y cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico se presentan los cinco períodos de expansión registrados en la zona del euro desde principios de la década de los setenta (identificados por el CEPR). Las líneas comienzan en el mínimo (que toma el valor base igual a 100) y terminan en el máximo. La fase expansiva más reciente, que comenzó en el primer trimestre de 2013, todavía no ha finalizado.

No existe una definición precisa de bache coyuntural. Suele considerarse bache coyuntural a uno o más trimestres de desaceleración del crecimiento trimestral del PIB. A efectos del análisis de este recuadro, es necesario elaborar una definición más precisa. En el cuadro A se presentan cuatro definiciones alternativas de bache coyuntural²², a saber: cuando las tasas de crecimiento del PIB durante dos o tres trimestres consecutivos son inferiores a las registradas en el trimestre previo a estos (definiciones 1 y 2, respectivamente) o, para evitar que la identificación de un bache coyuntural se determine por lo que podría ser una tasa de avance excepcionalmente alta en un trimestre dado, cuando las tasas de crecimiento del PIB durante dos o tres trimestres consecutivos son inferiores a la media de los dos trimestres anteriores a estos (definiciones 3 y 4, respectivamente)²³.

El número de baches coyunturales varía significativamente dependiendo de la definición exacta. En el cuadro A se muestra el número de estos baches para cada fase expansiva del ciclo económico en la zona del euro, en función de las distintas definiciones aplicadas. Las cifras que se muestran son el número de trimestres en los que se identifica un bache coyuntural de acuerdo con la definición aplicada. Con este método, los baches coyunturales más largos se registran como varios baches coyunturales más cortos consecutivos (cuyo número varía dependiendo de la definición). Una alternativa, que no se contempla en este recuadro, sería contar los

²² Una excepción es R. G. Anderson y Y. Liu, «*On the Road to Recovery, Soft Patches Turn Up Often*», *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St. Louis, enero de 2012. Las dos primeras definiciones de bache coyuntural están en línea con este análisis.

²³ Un enfoque alternativo, no considerado aquí, sería tener en cuenta la tasa de crecimiento tendencial durante la fase expansiva y observar cuándo hay tasas de crecimiento trimestral consecutivas situadas por debajo de esa tendencia. Un inconveniente de este enfoque reside en la incertidumbre que rodea la estimación del crecimiento tendencial, especialmente hacia el final del período de la muestra.

baches consecutivos como un bache coyuntural único. Con esta forma de conteo su número sería menor en todas las definiciones aplicadas²⁴.

Cuadro A

Número de baches coyunturales al aplicar distintas definiciones

(número de baches coyunturales)

Fechas de fases expansivas del ciclo económico	Definición 1	Definición 2	Definición 3	Definición 4
II TR 1970 – III TR 1974	7	5	6	6
I TR 1975 – I TR 1980	5	3	4	2
III TR 1982 – I TR 1992	12	8	8	3
III TR 1993 – I TR 2008	20	18	20	16
II TR 2009 – III TR 2011	2	1	2	0
I TR 2013 – I TR 2019	7	3	6	3
Acumulado	53	38	46	29

Fuentes: Eurostat, CEPR y cálculos del BCE.

Nota: La primera fase expansiva (II TR 1970 – III TR 1974) está incompleta por no haber datos disponibles.

Los baches coyunturales durante la fase expansiva del ciclo económico son bastante habituales y no son un indicador adelantado fiable de recesiones.

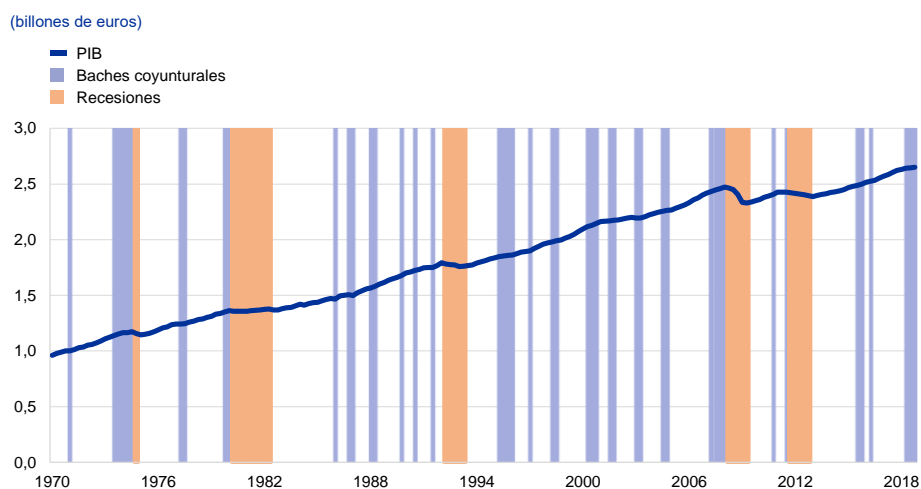
El gráfico B lo ilustra mostrando el nivel del PIB de la zona del euro a lo largo de los baches coyunturales (según la definición 3) y de los períodos de recesión. Esta evidencia, que también es válida en el caso de Estados Unidos, sugiere que no se pueden sacar conclusiones sólidas directas de que se vaya a alcanzar un punto de inflexión de forma inminente. Aunque en este análisis se identifican varios baches coyunturales que precedieron inmediatamente a una recesión, muchos otros se produjeron sin que la economía entrara en recesión el año siguiente²⁵.

²⁴ Para que la identificación de los baches coyunturales sea más robusta y menos sensible a diferencias marginales, los cálculos se realizan redondeando los datos a un decimal.

²⁵ Si se analiza la desagregación del PIB, se observa que en el pasado todos los componentes de gasto, pero sobre todo la inversión y el consumo privado, tendieron a contribuir a los baches coyunturales. La capacidad de resistencia de estos dos componentes durante el reciente bache coyuntural de 2018 reforzó la valoración de que la desaceleración en este período era de carácter temporal.

Gráfico B

Baches coyunturales y recesiones desde 1970



Fuentes: Eurostat, CEPR y AWM Database.

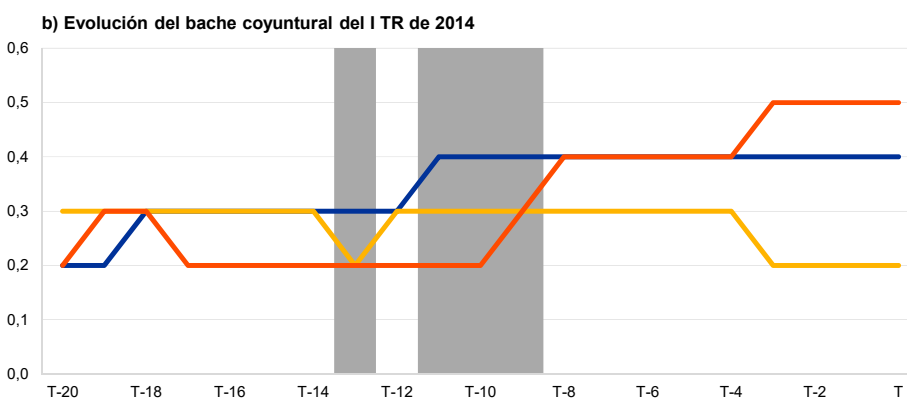
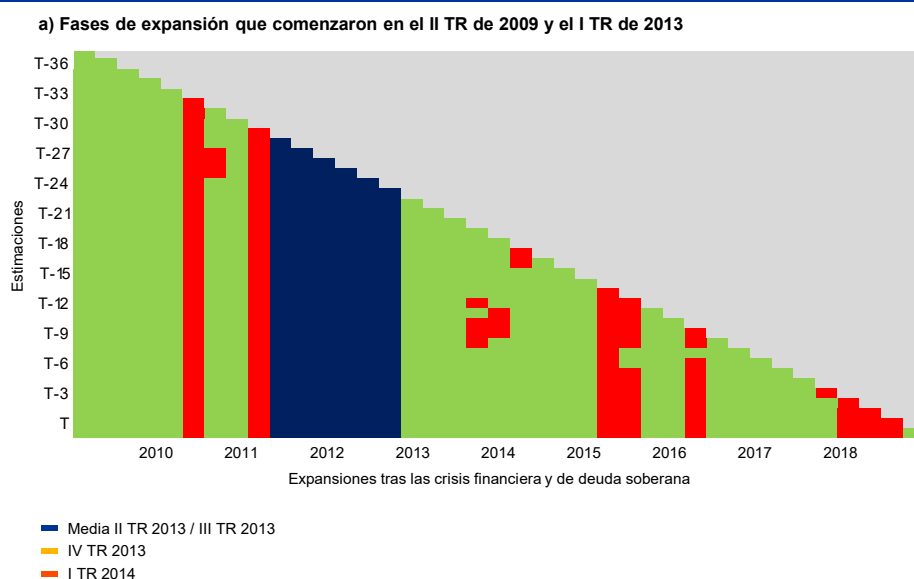
Nota: Las áreas sombreadas señalan recesiones/baches coyunturales.

Una salvedad importante se refiere a las revisiones de datos, que pueden cambiar la identificación de un bache coyuntural a lo largo del tiempo.

Esto se ilustra en el gráfico C, donde el panel superior muestra las dos fases expansivas que comenzaron en el segundo trimestre de 2009 y en el primer trimestre de 2013 para las sucesivas estimaciones y posteriores revisiones publicadas (las zonas verdes representan un crecimiento «normal» en una expansión, las zonas rojas señalan «baches coyunturales» según la definición 3, y la parte azul muestra la recesión que siguió a la crisis de deuda soberana entre el tercer trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2013). La fila inferior (T) representa los últimos datos estimados con la publicación de las cuentas nacionales correspondientes al primer trimestre de 2019, mientras que las filas superiores señalan estimaciones anteriores. El panel inferior muestra el impacto de las revisiones de datos en la determinación de la existencia de un bache coyuntural en torno a finales de 2013 y principios de 2014 (según la definición 3). En las primeras y últimas estimaciones no se identifica ningún bache coyuntural. No obstante, con las estimaciones del PIB publicadas hacia finales de 2015 y posteriormente durante la última parte de 2016, sí se identificó uno (como ilustran las zonas de color gris). Esto indica que las revisiones de datos son un factor que puede cambiar la valoración en tiempo real de la posición cíclica más reciente.

Gráfico C

Impacto de las revisiones de datos sobre los baches coyunturales



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas del BCE/Eurosistema.

Notas: En el panel superior, las zonas verdes representan un crecimiento «normal» en una expansión, las zonas rojas señalan «baches coyunturales» según la definición 3, y la parte azul muestra la recesión que siguió a la crisis de deuda soberana entre el tercer trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2013. La fila inferior (T) representa los últimos datos estimados con la publicación de las cuentas nacionales correspondientes al primer trimestre de 2019, mientras que las filas superiores señalan estimaciones anteriores. El panel inferior muestra el impacto de las revisiones de datos sobre el crecimiento trimestral del PIB correspondiente al primer trimestre de 2014, al cuarto trimestre de 2013 y a la media del segundo y del tercer trimestre de 2013. Las zonas de color gris representan períodos en los que se identificó un bache coyuntural. Las tasas de crecimiento del PIB están redondeadas a un decimal.

En definitiva, los baches coyunturales no son un indicador fiable de un punto de inflexión inminente en el ciclo económico. La ralentización del crecimiento en 2018 es buen ejemplo de ello, ya que el crecimiento volvió a repuntar en el primer trimestre de este año. Esto es coherente con la conclusión de que los baches coyunturales son mucho más habituales que las recesiones. Con carácter más general, conviene analizar con cautela estos baches y su contenido informativo, dado que distintas definiciones arrojan resultados diferentes y las revisiones de datos pueden suponer cambios significativos en la valoración de la situación actual del ciclo económico.

Malin Andersson y Benjamin Mosk

La confianza de los agentes económicos y la evolución de la economía real están intrínsecamente relacionadas²⁶. Los períodos de elevada confianza podrían, por sí solos, impulsar la actividad, mientras que el clima actual de menor confianza podría intensificar y prolongar la desaceleración económica en curso en la zona del euro. En términos de componentes de gasto del PIB, la inversión empresarial se ve particularmente afectada por los cambios en la confianza y la incertidumbre, ya que las empresas pueden posponer sus planes de inversión y optar por «esperar a ver qué pasa» en épocas de gran incertidumbre²⁷. En este recuadro se analizan los posibles efectos de propagación de la caída de la confianza sobre la inversión en los últimos tiempos.

Tras un prolongado período de mejora, la confianza económica en la zona del euro se ha deteriorado desde finales de 2017. Este deterioro no obedece únicamente a expectativas de debilitamiento de los fundamentos económicos, sino que refleja también el aumento de la incertidumbre relacionada con factores geopolíticos, la amenaza de una escalada del proteccionismo, el Brexit y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, incluida China. La confianza se representa, entre otras formas, a través de indicadores como el indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea. El ESI es un indicador compuesto que mide la confianza de la industria, los servicios, la construcción y el comercio minorista, así como de los consumidores²⁸. Desde finales de 2017, el ESI ha descendido de forma significativa en los países más grandes de la zona del euro y en la zona en su conjunto, aunque se mantiene por encima de 100, su valor medio de largo plazo (véase gráfico A). La caída de la confianza en la zona del euro es común a todos los sectores (véase gráfico B).

²⁶ Véase, por ejemplo, «[Confidence indicators and economic developments](#)», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2013.

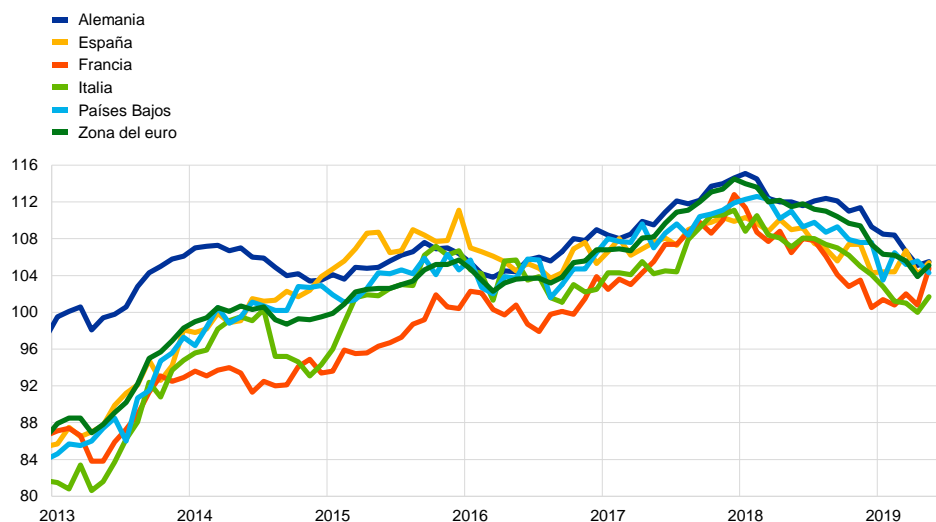
²⁷ En aras de la simplicidad, «confianza» económica refleja las expectativas en relación con las perspectivas (primer momento) e «incertidumbre» económica se refiere a la varianza o dispersión de dichas expectativas (segundo momento).

²⁸ En la construcción del indicador se considera una media de largo plazo de 100 y una desviación típica de 10, de modo que los valores superiores a 100 indican que el sentimiento económico se sitúa por encima de la media. Véase «[The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys – User Guide](#)», Comisión Europea, 2016 (guía actualizada en enero de 2019).

Gráfico A

Indicadores de sentimiento económico para una selección de países

(Índice: media de largo plazo = 100)



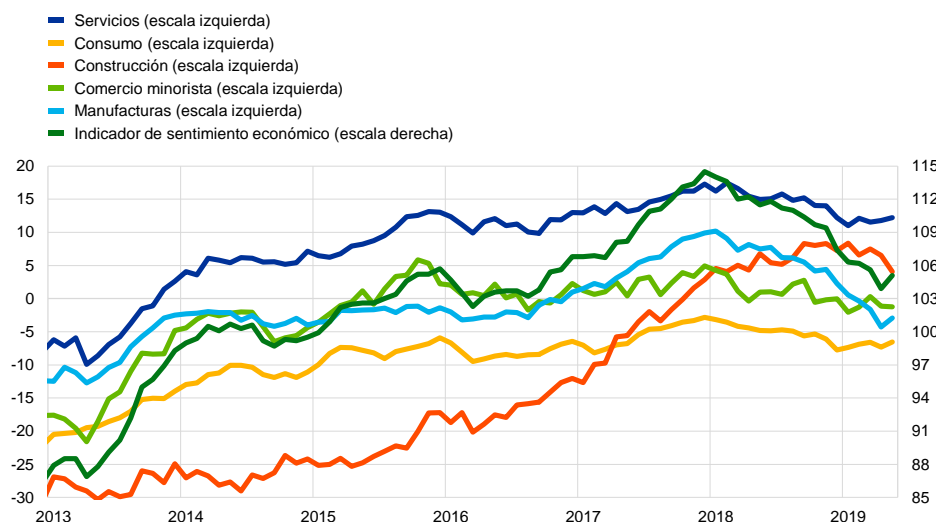
Fuente: Comisión Europea.

Nota: La última observación corresponde a mayo de 2019.

Gráfico B

Indicador de sentimiento económico de la zona del euro en los distintos sectores

(saldos; índice: media de largo plazo = 100)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: La última observación corresponde a mayo de 2019.

La confianza refleja en gran medida las condiciones económicas generales, pero, en ocasiones, también puede convertirse en una fuente autónoma de fluctuaciones del ciclo económico. Los indicadores de confianza suelen moverse de forma coincidente con otras estadísticas económicas, ya que representan expectativas sobre fundamentos macroeconómicos subyacentes. Al mismo tiempo, estos indicadores podrían proporcionar información adicional que no recogen otras

estadísticas y que puede utilizarse para analizar la evolución macroeconómica²⁹. Por ejemplo, la confianza puede caer durante una desaceleración económica acusada, pero esta evolución puede seguir siendo coherente con un *shock* positivo de confianza si las condiciones económicas subyacentes justifican un nivel de confianza todavía inferior. Estos *shocks* de confianza podrían ser decisivos para apoyar el juicio experto con el fin de complementar las proyecciones basadas en modelos.

La evidencia basada en modelos sugiere que el impacto de los *shocks* de confianza sobre el crecimiento de la inversión ha sido positivo, en general, en los dos últimos años y negativo en 2019. Aunque el nuevo modelo multipaís (New Multi-Country Model, NMCM)³⁰, el principal modelo de proyecciones macroeconómicas del BCE³¹, no incluye de forma explícita la confianza, puede ampliarse con un mecanismo para cuantificar el impacto de los *shocks* de confianza estructurales. La confianza se introduce en el modelo en dos fases. En primer lugar, los *shocks* de confianza se identifican mediante un modelo estructural de vectores autorregresivos que incluye las variables de la ecuación de inversión del NMCM³². En la segunda fase, estos *shocks* se introducen en el NMCM. Los residuos del modelo de la ecuación de inversión, que reflejan la diferencia entre los resultados del modelo y los resultados económicos, pueden explicarse, en parte, por los *shocks* de confianza^{33,34}. Sobre la base de estos resultados empíricos, se utiliza el modelo para descomponer el crecimiento histórico de la inversión en un factor de confianza y en otros factores, lo que muestra que, en general, la confianza tuvo un considerable impacto positivo en el avance de la inversión en 2017 y 2018 (véase gráfico C). Este análisis puede extenderse a las previsiones tras formular hipótesis sobre la evolución futura de los indicadores de confianza y analizando las proyecciones de los expertos del Eurosistema desde la óptica del NMCM³⁵. Suponiendo que el ESI de la zona del euro se mantiene en el nivel de mayo de 2019, las simulaciones del modelo apuntan a una contribución negativa pero

²⁹ Véase, por ejemplo, G. M. Angeletos *et al.*, «Quantifying Confidence», *Econometrica*, vol. 86, n.º 5, 2018, pp. 1689-1726.

³⁰ Véanse A. Dieppe, A. González Pandiella y A. Willman, «The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – Simulated with rational expectations», *Economic Modelling*, vol. 29, número 6, 2012, pp. 2597-2614, y A. Dieppe, A. González Pandiella, S. Hall y A. Willman, «Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model», *Economic Modelling*, vol. 33, 2013, pp. 808-825.

³¹ Véase «A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises», BCE, julio de 2016.

³² Los *shocks* de confianza se identifican mediante el método de Cholesky, en el que el ESI de la zona del euro se sitúa en último lugar en la ordenación de Cholesky. Esto refleja el supuesto conceptual de que la confianza reacciona de forma contemporánea (dentro de un trimestre) a la evolución de otras estadísticas económicas, mientras que los *shocks* de confianza no influyen contemporáneamente sobre otras variables (como el coste de uso del capital).

³³ En una regresión lineal de los residuos de la ecuación de inversión del NMCM sobre retardos de los *shocks* de confianza estructurales se obtienen coeficientes estadísticamente significativos, según los cuales las medidas estadísticas indican que los *shocks* de confianza estructurales tienen un poder explicativo considerable.

³⁴ En términos comparativos, los residuos del consumo privado y del empleo muestran una relación mucho más débil con la confianza. A los efectos de este análisis, solo la ecuación de inversión se amplía para reaccionar frente a los *shocks* de confianza, y el consumo privado y el empleo solo se ven afectados indirectamente a través de los contagios.

³⁵ Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2019 son previsiones conjuntas del Eurosistema. Las previsiones se invierten utilizando el NMCM para obtener una descomposición de la inversión —coherente con el modelo— en un factor de confianza y en otros factores.

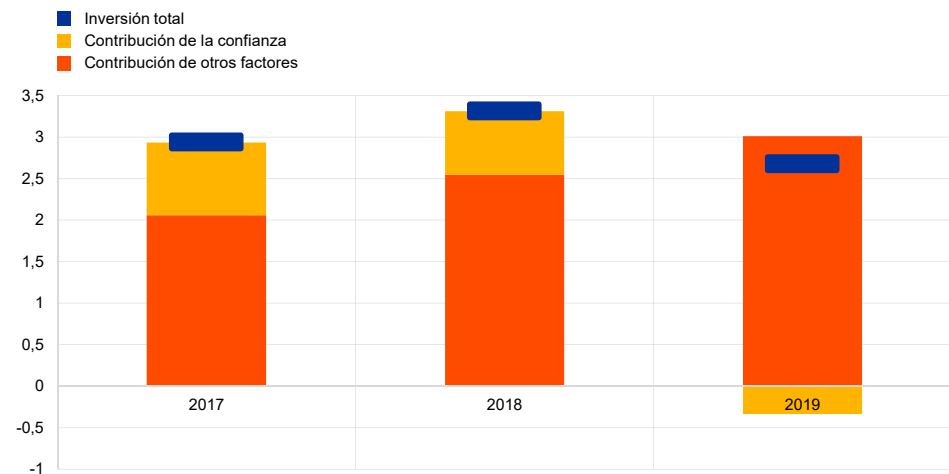
moderada de la confianza al crecimiento de la inversión en 2019, que contrarresta parcialmente los factores que respaldan la expansión de la zona del euro, como unas condiciones de financiación favorables, nuevas mejoras del empleo y aumentos de los salarios, y la expansión continuada —aunque algo más lenta— de la actividad mundial.

En conclusión, el ejercicio cuantitativo muestra que los *shocks* de confianza podrían tener un impacto considerable sobre la inversión.

Gráfico C

Crecimiento de la inversión total e impacto de la confianza

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2019.

Notas: El análisis del BCE se basa en el nuevo modelo multipaíses (New Multi-Country Model). Los *shocks* de confianza estructurales se construyen con un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés), que incluye i) el indicador de sentimiento económico (ESI) de la zona del euro y ii) las variables que figuran en la ecuación de inversión del NMCM. Los datos correspondientes a 2017 y 2018 se refieren a resultados, mientras que los correspondientes a 2019 son proyecciones. En este análisis, se considera que el ESI se mantiene en el nivel de mayo de 2019 durante el resto del año.

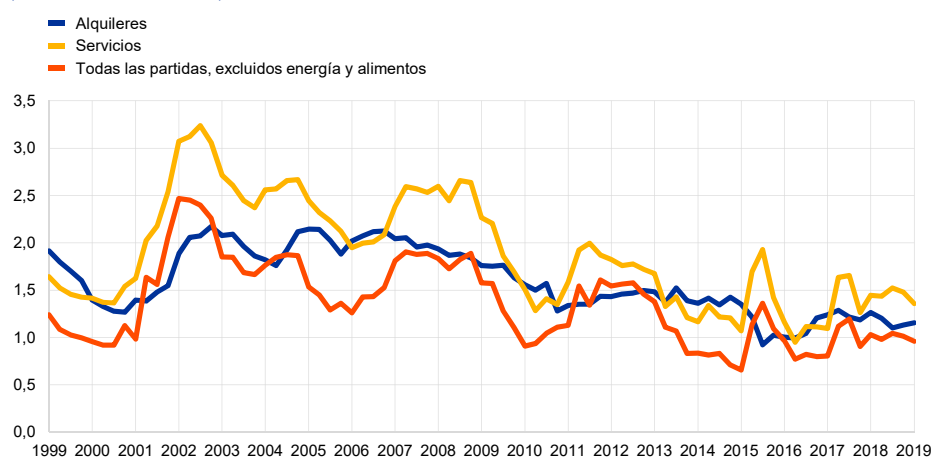
Moreno Roma

Recientemente la tasa de variación de los precios de los alquileres ha reforzado, en lugar de suavizar, las tasas de inflación de los servicios y del componente subyacente en la zona del euro, que siguen siendo relativamente moderadas. Tras haber fluctuado en torno al 1,25 % desde enero de 2018, la tasa de variación de los precios de los alquileres se ha mantenido, en general, por debajo de la del conjunto de los servicios (véase gráfico 1). Aunque esto también sucedió en la mayor parte del período anterior a la crisis³⁶, ahora resulta más sorprendente, dado que suele considerarse a la tasa de crecimiento de los precios de los alquileres como un componente de la inflación más resistente, que registra un nivel relativamente más elevado en los períodos en los que otros componentes del IAPC tienden a situarse en niveles bajos. Esta evolución también es interesante en el contexto de los debates públicos que se desarrollan en muchos países de la zona del euro sobre las fuertes subidas de los alquileres y con el trasfondo de los incrementos sostenidos de los precios de la vivienda en la zona durante los últimos años. En este recuadro se pone en perspectiva la evolución reciente de la inflación de los alquileres en la zona del euro. Como los mercados de la vivienda y del alquiler siguen siendo heterogéneos, en este recuadro también se analiza la evolución en distintos países de la zona.

Gráfico A

IAPC de la zona del euro, excluidos energía y alimentos, servicios y alquileres

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019. Las tasas de variación interanual de los precios de los servicios correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a la introducción, en enero de 2019, de una nueva metodología para calcular el Índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania.

³⁶ En este recuadro la expresión «período anterior a la crisis» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y diciembre de 2007, y «período posterior a la crisis» es el que abarca desde enero de 2008 en adelante.

En el período posterior a la crisis, la inflación de los alquileres y su contribución a la tasa de variación de los precios de los servicios de la zona del euro han ido disminuyendo.

La variación interanual del componente de alquileres del IAPC de la zona del euro se situó, en promedio, en el 1,8 % en el período anterior a la crisis, pero ha caído hasta el 1,4 % en el período posterior (véase gráfico B, panel a). La reducida tasa de crecimiento de los precios de los alquileres ha ido asociada a una menor contribución progresiva de estos al IAPC de servicios en la zona del euro. Esta aportación se redujo en un tercio entre los períodos anterior y posterior a la crisis (véase gráfico B, panel b). Este patrón se observó en todos los grandes países de la zona del euro, con la excepción de Alemania, donde la contribución de los alquileres al IAPC de servicios aumentó después de la crisis. Sin embargo, la evolución de episodios concretos puede reflejar factores locales específicos. Por ejemplo, en Francia, la aportación negativa de los alquileres al componente de servicios del IAPC desde enero de 2018 se atribuye a las bajadas de los precios de los alquileres de viviendas sociales que se aplicaron a lo largo de 2018³⁷. En Alemania, la tasa relativamente baja de variación de los precios de los alquileres en los últimos años puede reflejar, en parte, el peso más elevado que tienen las viviendas alquiladas por propietarios particulares en la muestra estadística desde 2015, dado que estos han tendido a subir sus alquileres menos que, por ejemplo, las autoridades locales, las asociaciones de viviendas y las empresas privadas³⁸.

³⁷ La reducción de los alquileres de viviendas sociales se puso en marcha en junio de 2018 y ascendió a 800 millones de euros. Coincidió con una disminución de las ayudas para vivienda destinadas a inquilinos. En 2017, el porcentaje de alquileres a precios reducidos o cesiones gratuitas en Francia era del 16,4 %, superior a la media de la zona del euro, del 10,3% (véase gráfico C, panel b).

³⁸ Para un análisis más detallado, véase «[Hintergrundpapier zur Revision des Verbraucherpreisindex für Deutschland 2019](#)».

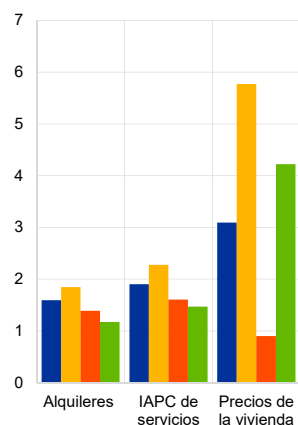
Gráfico B

Precios de la vivienda, alquileres e IAPC de servicios

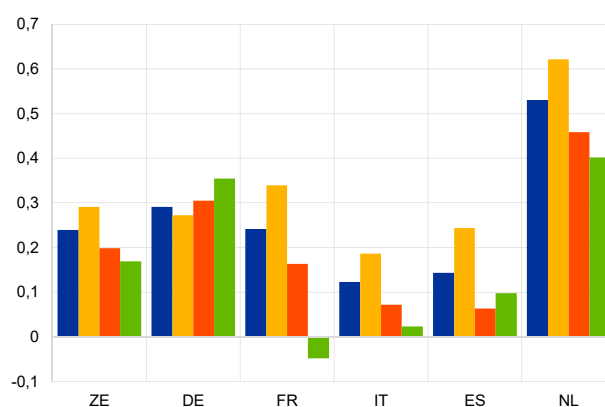
(panel a: tasas de variación interanual; panel b: puntos porcentuales)

- Media desde 1999
- Media antes de la crisis (1999-2007)
- Media después de la crisis (desde 2008)
- Últimos datos (desde enero de 2018)

a) Precios de la vivienda, alquileres e IAPC de servicios en la zona del euro



b) Contribución de los alquileres a la tasa de variación del IAPC de servicios en distintos países



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2019 para todas las variables, con la excepción de los precios de la vivienda, cuya última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

El descenso observado en la contribución de los alquileres al IAPC de servicios se debió principalmente a la caída de la inflación de los alquileres.

La contribución de los alquileres al componente de servicios del IAPC se ve afectada no solo por la tasa de variación de los precios de los alquileres, sino también por el peso de estos en dicho componente, que varía considerablemente en los distintos países de la zona del euro (véase gráfico C, panel a). De los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro, en Alemania y en los Países Bajos el peso de los alquileres es mayor que la media de la zona, mientras que en España y en Italia es menor. Esto refleja, entre otros aspectos, el nivel de las viviendas en propiedad frente a las viviendas alquiladas en los distintos países (véase gráfico C, panel b), puesto que las primeras se excluyen del IAPC³⁹. En la zona del euro, el peso de los alquileres en el IAPC de servicios se ha mantenido en el 14,5 % desde enero de 2018, ligeramente por debajo de la media del 15,1 % correspondiente al período que comenzó en 1999, lo que implica que las variaciones que ha experimentado este peso a lo largo del tiempo no han afectado significativamente a la contribución de los alquileres al IAPC de servicios.

³⁹ Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «Evaluación del impacto de los costes de la vivienda en la inflación medida por el IAPC», *Boletín Económico*, BCE, número 8, 2016.

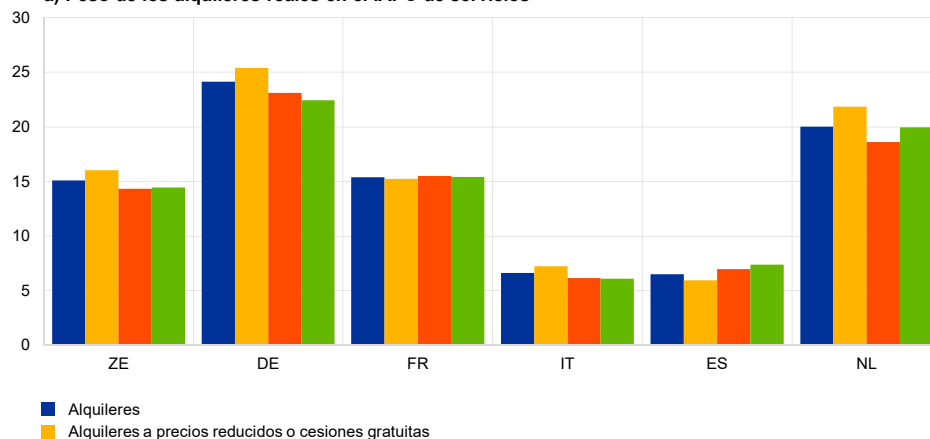
Gráfico C

Peso de los alquileres reales en el IAPC de servicios y estructura de los alquileres en los países de la zona del euro

(porcentajes)

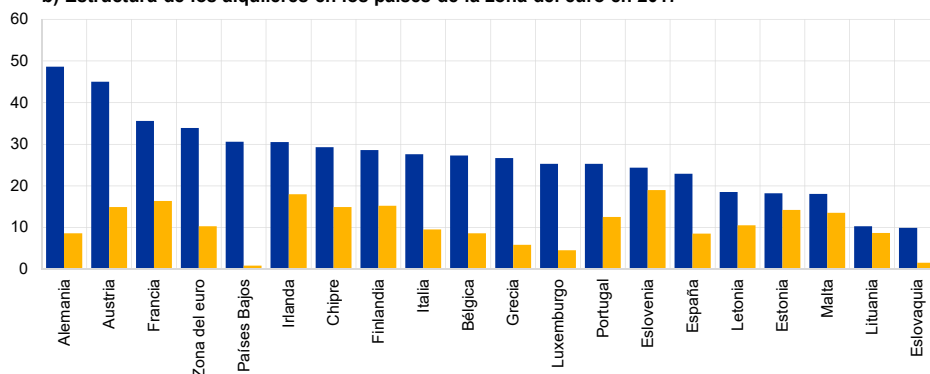
- Media desde 1999
- Media de 1999-2007
- Media desde 2008
- Últimos datos (desde enero de 2018)

a) Peso de los alquileres reales en el IAPC de servicios



- Alquileres
- Alquileres a precios reducidos o cesiones gratuitas

b) Estructura de los alquileres en los países de la zona del euro en 2017



Fuentes: Eurostat, EU-SILC, BCE y cálculos del BCE.

Las fuertes subidas de los precios de la vivienda no van necesariamente asociadas a un incremento elevado de los precios de los alquileres.

En general, existe una relación limitada entre los dos indicadores⁴⁰, como se observó también en el período más reciente de inflación moderada de los alquileres asociada a una tasa de variación de los precios de la vivienda superior al 4 % (véase gráfico B, panel a). Cuando los inmuebles residenciales se consideran un activo, el aumento de los precios de la vivienda debería ser el resultado, *ceteris paribus*, de un incremento del valor actualizado de los flujos de alquileres futuros (considerados como una aproximación de los dividendos correspondientes). Sin embargo, varios factores pueden explicar que la transmisión entre los precios de la vivienda y los de los alquileres sea limitada, entre ellos la regulación de los alquileres, las medidas de política fiscal relacionadas con la vivienda y los cambios en las preferencias y en las

⁴⁰ Para un análisis más detallado, véanse los recuadros titulados «House prices and the rent component of the HICP in the euro area», *Boletín Económico*, BCE, agosto de 2014, y «El aumento reciente de los precios de la vivienda y la accesibilidad a la vivienda», *Boletín Económico*, BCE, número 1, 2018.

condiciones de financiación. Todos estos factores pueden debilitar la teórica relación a largo plazo entre los precios de la vivienda y los alquileres.

Varios factores, tales como los costes de mantenimiento, los tipos hipotecarios y las condiciones de demanda, pueden influir en la formación de los precios de los alquileres. En primer lugar, en general cabe esperar que los costes en que incurren los propietarios en concepto de mantenimiento y reparación de las viviendas se trasladen íntegra o parcialmente a los inquilinos a través de subidas del alquiler. En la práctica, en la mayoría de los cinco países más grandes de la zona del euro, la tasa de variación de los alquileres en el período posterior a la crisis ha sido inferior a la de los costes de «mantenimiento y reparación de la vivienda»⁴¹, lo que indica que la recuperación de estos costes por parte de los propietarios ha sido solo parcial. En segundo lugar, los tipos hipotecarios también afectan a la formación de los precios de los alquileres: si la compra de una vivienda destinada al alquiler se financia con una hipoteca, cuanto más elevados sean los costes de financiación más alto será el alquiler que exija el propietario al inquilino. A este respecto, la disminución de los costes de financiación en el período posterior a la crisis y más recientemente explica en parte el avance contenido de los alquileres. Al mismo tiempo, en el entorno actual de bajas rentabilidades, ciertas rentabilidades por alquiler resultan relativamente más atractivas (incluso en casos de incrementos limitados del alquiler) que las inversiones alternativas en el mercado de renta variable o de renta fija⁴². Además, en principio, la demanda de vivienda debería ser también un factor que afecte a la formación de los precios de los alquileres, especialmente en determinadas jurisdicciones o en zonas urbanas, donde puede haber restricciones de oferta. El aumento de la demanda de vivienda podría permitir a los propietarios incrementar los alquileres y mitigar algunos riesgos relacionados con el hecho de que la propiedad se quede vacía si el inquilino se va tras una subida del alquiler. No obstante, existen varios aspectos institucionales en los mercados de alquiler que pueden evitar que los alquileres respondan libremente a condiciones de costes y de demanda.

La indexación puede limitar el avance de los alquileres. En muchos países de la zona del euro predomina algún tipo de indexación. Analizando los de mayor tamaño, en España las subidas de los alquileres suelen estar limitadas —al menos durante un período inicial— por la tasa de crecimiento del índice de precios de consumo (IPC). En Francia y en Italia, los incrementos no pueden superar en general un índice de referencia de los alquileres publicado trimestralmente por el Institut national de la statistique et des études économiques y basado en el IPC —excluidos el tabaco y los alquileres—, y un índice de precios de consumo para las familias de obreros y trabajadores (FOI, por sus siglas en italiano), respectivamente. En los Países Bajos, el incremento máximo anual de los alquileres se basa, entre otros factores, en la tasa de inflación y en la renta de los hogares. En Alemania, algunos contratos de alquiler están indexados al IPC alemán, otros —los contratos de

⁴¹ «Mantenimiento y reparación de la vivienda» incluye los gastos en concepto de mantenimiento y reparaciones menores en que incurren los inquilinos y los propietarios que ocupan su vivienda.

⁴² Para una comparación, véase el artículo titulado «[The state of the housing market in the euro area](#)», *Boletín Económico*, BCE, número 7, 2018.

alquiler «escalonado»— estipulan las subidas aplicables durante la vigencia del contrato, pero la mayoría no contienen disposiciones explícitas sobre el aumento de los alquileres. En este último caso, puede incrementarse el alquiler, por ejemplo, cuando se moderniza la vivienda⁴³ o cuando el alquiler está por debajo de la media local para inmuebles comparables. En general, los propietarios particulares se abstienen a menudo de subir el alquiler para minimizar el riesgo de que la vivienda se quede vacía si el inquilino se va⁴⁴. En definitiva, algunos factores importantes que evitan que los alquileres aumenten libremente son la indexación contractual de algún tipo a la tasa de inflación y la baja rotación de los contratos de alquiler.

El hecho de que la tasa de variación de los precios de los alquileres en la zona del euro se mantenga relativamente contenida se debe sobre todo a la reducida inflación y a la escasa rotación de los contratos de alquiler. Estos factores explican la aportación bastante moderada de los alquileres a la tasa de variación de los servicios y a la inflación subyacente de la zona del euro, y la aparente falta de asociación entre la evolución de los alquileres y la de los precios de la vivienda. Si persisten estos factores, es probable que la contribución de la tasa de avance de los alquileres a la tasa de variación de los servicios y a la inflación subyacente siga siendo relativamente moderada.

⁴³ Esos incrementos nominales del alquiler debido a la modernización del edificio pueden, sin embargo, no figurar en las estadísticas oficiales en la medida en que el índice de los alquileres está ajustado por la calidad.

⁴⁴ Por ejemplo, en Alemania los alquileres normalmente aumentan cuando cambian los inquilinos, lo que sucede, en promedio, después de aproximadamente diez años. Véase «[Hintergrundpapier zur Revision des Verbraucherpreisindex für Deutschland 2019](#)».