

Boletín Económico

Número 5 / 2019

Índice

Índice	1
Evolución económica y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	10
3 Actividad económica	13
4 Precios y costes	17
5 Dinero y crédito	20
Recuadros	26
1 Causas de la disociación entre la actividad y el comercio mundiales	26
2 Liberalización del comercio de servicios y desequilibrios globales: un análisis crítico de la evidencia empírica	32
3 El papel de las entidades de propósito especial en la inversión extranjera directa de la zona del euro desde 2018	39
4 Fuentes de incertidumbre sobre las políticas económicas en la zona del euro: un enfoque basado en el aprendizaje automático	48
5 Determinantes de la variación de la brecha entre la inflación de los precios de los servicios y la de los precios de los bienes	54
6 Recomendaciones específicas por país relativas a las políticas económicas en el marco del Semestre Europeo de 2019	60
7 Prioridades de política fiscal en el marco del Semestre Europeo de 2019	65
Artículos	70
1 La participación en las cadenas globales de valor y la traslación de los tipos de cambio a los precios de exportación y de importación	70
2 El gasto social: una comparación entre los países de la zona del euro	76
3 Aproximación al fenómeno de los criptoactivos, sus riesgos y aspectos relacionados con su medición	82

Evolución económica y monetaria

Resumen

La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno celebrada a principios de junio indica que, aunque las nuevas mejoras en el empleo y la subida de los salarios continúan apoyando la resiliencia de la economía de la zona del euro, la suavización del ritmo de crecimiento a escala global y la debilidad del comercio internacional siguen lastrando las perspectivas para la zona del euro. Asimismo, la prolongada presencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, las crecientes amenazas proteccionistas y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, está moderando el clima económico, sobre todo en el sector de manufacturas. En este contexto, las presiones inflacionistas continúan siendo débiles y los indicadores de las expectativas de inflación han descendido. Por consiguiente, todavía se necesita un grado significativo de estímulo monetario para asegurar que las condiciones financieras sigan siendo muy favorables y respalden la expansión de la zona del euro, el aumento en curso de las presiones inflacionistas internas y, con ello, la evolución de la inflación general a medio plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno ajustó sus indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales e hizo hincapié en su determinación de actuar si las perspectivas de inflación a medio plazo continúan por debajo de su objetivo.

Los indicadores de opinión sugieren que la actividad económica global siguió debilitándose en el segundo trimestre de 2019 y que el descenso del índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) global de producción del sector servicios observado en junio plantea el riesgo de que se produzca un deterioro más generalizado de las perspectivas de crecimiento mundial. El crecimiento de las importaciones mundiales volvió a situarse en terreno positivo en abril, tras cuatro meses de contracción ininterrumpida, aunque la intensificación de las tensiones comerciales continúa. La inflación mundial descendió en mayo, debido fundamentalmente a la desaceleración de los precios de la energía.

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2019, en un entorno de expectativas de los mercados de mantenimiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria. Los diferenciales de la deuda soberana se han mantenido prácticamente estables, aunque los de la deuda italiana registraron un acusado descenso. Los precios de las acciones han aumentado, favorecidos por los reducidos tipos de interés libres de riesgo, y los diferenciales de los valores de renta fija privada se han estrechado. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha depreciado moderadamente.

Tras registrar un incremento del 0,2 % en el cuarto trimestre de 2018, el PIB real de la zona del euro registró un avance intertrimestral del 0,4 % en el primer trimestre de 2019. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes siguen apuntando a un crecimiento algo más lento en el segundo y el

tercer trimestre de este año. Ello refleja principalmente la actual debilidad del comercio internacional en un entorno de prolongadas incertidumbres a escala mundial, que están afectando, en particular, al sector manufacturero de la zona del euro. Al mismo tiempo, la actividad en los servicios y en la construcción está mostrando capacidad de resistencia y el mercado de trabajo continúa mejorando. De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá estando respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por mejoras adicionales del empleo y por subidas salariales, así como por la orientación moderadamente expansiva de las políticas fiscales en la zona del euro y por el crecimiento continuado, aunque algo menor, de la actividad mundial.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se incrementó hasta situarse en el 1,3 % en junio de 2019, desde el 1,2 % registrado en mayo, ya que la caída de la tasa de variación de los precios de la energía quedó compensada con creces con el aumento de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general se reduzca en los próximos meses y vuelva a elevarse hacia finales del año. Haciendo abstracción de la reciente volatilidad atribuible a factores temporales, las medidas de la inflación subyacente se mantienen, en general, en niveles moderados. Los indicadores de las expectativas de inflación se han reducido. Aunque las presiones sobre los costes laborales se han intensificado y ampliado en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de incremento de las tensiones en los mercados de trabajo, la transmisión de las presiones de costes a la inflación está tardando más de lo previsto. A medio plazo se espera un aumento de la inflación subyacente, respaldado por las medidas de política monetaria, la expansión económica en curso y el mayor crecimiento de los salarios.

El crecimiento monetario mantuvo su fortaleza pese a la desaparición gradual del impacto positivo de las adquisiciones netas mensuales efectuadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y al crecimiento más débil de la economía de la zona del euro. El crédito al sector privado siguió siendo la principal fuente de creación de dinero y la contribución de los activos exteriores netos también continuó siendo considerable. La tasa de crecimiento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se mantuvo relativamente robusta, al beneficiarse de los nuevos niveles históricamente bajos de los tipos de interés del crédito bancario y de las condiciones favorables de la financiación bancaria, pese a haberse observado un ligero endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a las sociedades no financieras en el segundo trimestre de 2019. En mayo de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron después de cuatro meses consecutivos de intensa actividad emisora. Los costes de financiación mediante valores de renta fija de este sector siguen siendo muy favorables.

En este contexto general, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que permanezcan en los niveles actuales o en niveles inferiores al menos hasta el primer semestre de 2020 y, en todo caso,

durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo a medio plazo.

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

Asimismo, el Consejo de Gobierno subrayó la necesidad de mantener una orientación muy acomodaticia de la política monetaria durante un período prolongado, ya que las tasas de inflación, tanto observadas como proyectadas, se han mantenido persistentemente por debajo de los niveles acordes con su objetivo. En consecuencia, si las perspectivas de inflación a medio plazo continúan por debajo de su objetivo, el Consejo de Gobierno tiene la determinación de actuar conforme a su compromiso de simetría en el objetivo de inflación. Por tanto, está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada para asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida.

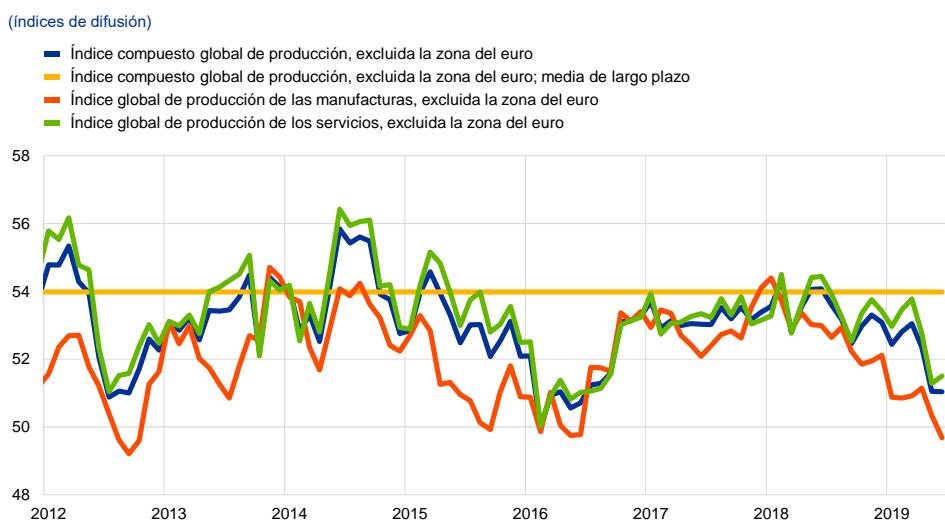
En este contexto, el Consejo de Gobierno ha encargado a los comités del Eurosistema pertinentes que examinen diversas opciones, entre ellas formas de reforzar las indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales, medidas de mitigación —como el diseño de un sistema de tramos para la remuneración de las reservas— y opciones para el volumen y la composición de posibles nuevas compras netas de activos.

1

Entorno exterior

Los indicadores de opinión sugieren que la actividad económica global continuó debilitándose en el segundo trimestre de 2019. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, no experimentó variación en junio (véase gráfico 1), ya que el avance marginal de la producción del sector servicios se vio contrarrestado por el descenso observado en las manufacturas. No obstante, en términos intertrimestrales, el PMI correspondiente al segundo trimestre se redujo hasta situarse en 51,5, desde un nivel de 52,8 en el trimestre anterior (debido a la caída de los índices de las manufacturas y de los servicios), una evolución acorde con la moderación de la actividad económica global. El PMI de producción del sector manufacturero descendió de forma ininterrumpida durante el año pasado y en junio se situó por debajo del umbral de 50, lo que indica una contracción de la actividad. Tras un período de estabilidad relativa, el PMI de los servicios también retrocedió en el segundo trimestre, aunque sigue señalando una expansión. La evolución de los distintos países fue heterogénea en el citado trimestre. En las economías avanzadas, el PMI compuesto de producción disminuyó en Estados Unidos y en el Reino Unido (en este último país se situó por debajo del umbral de expansión de la actividad en junio), mientras que en Japón aumentó ligeramente. En las economías emergentes, este índice prácticamente no varió en China, al tiempo que se redujo en India, Rusia y Brasil. En Brasil cayó hasta niveles inferiores al umbral de expansión, pese al moderado repunte registrado en junio.

Gráfico 1
PMI compuesto global de producción



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

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

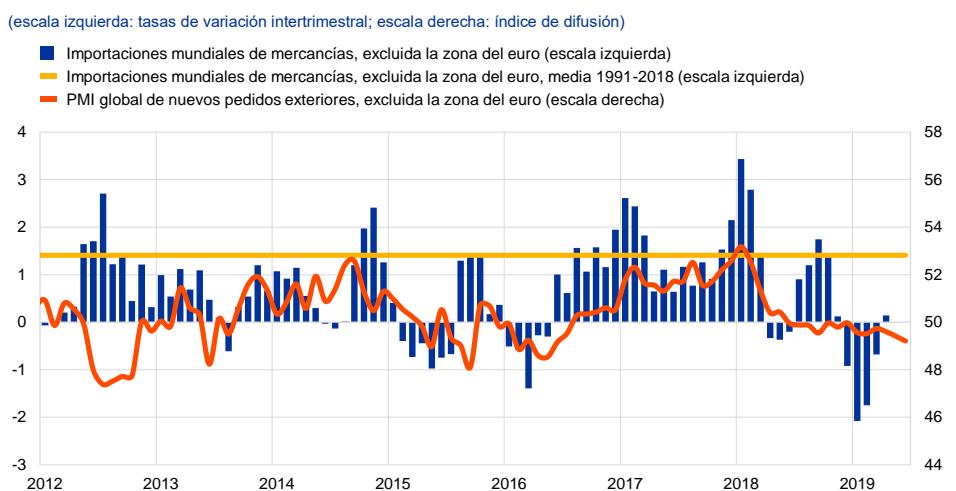
La reducción del PMI global de producción del sector servicios observada en el segundo trimestre incrementa el riesgo de que se produzca un deterioro más generalizado de las perspectivas de crecimiento mundial. El crecimiento

global de la inversión ha disminuido en los últimos trimestres, principalmente como consecuencia del aumento de la incertidumbre y del endurecimiento de las condiciones de financiación (véase recuadro 1). Hasta ahora, el avance del consumo privado en términos agregados ha mostrado mayor capacidad de resistencia, respaldado por la fortaleza de los mercados de trabajo. No obstante, el descenso registrado en el segundo trimestre en el PMI de producción de los servicios —que está estrechamente vinculado al consumo— plantea riesgos a la baja para las perspectivas de consumo a corto plazo. El crecimiento económico mundial podría verse respaldado en cierta medida por la relajación reciente de las condiciones financieras globales, favorecida, sobre todo, por las expectativas de los mercados de que las grandes economías adoptarán estrategias de expansión monetaria. Con todo, los riesgos para las perspectivas de crecimiento mundial siguen apuntando a la baja por la persistencia de la incertidumbre, en particular en relación con las tensiones comerciales.

Después de cuatro meses de contracción ininterrumpida, el crecimiento de las importaciones mundiales volvió a situarse en terreno positivo en abril. Según datos del CPB, las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) registraron una avance marginal en abril, tras cuatro meses de contracción ininterrumpida (véase gráfico 2). En las economías emergentes, las importaciones crecieron por primera vez en seis meses (0,9 %, frente a una caída del 1 % en marzo), mientras que en las avanzadas se redujeron un 0,5 %. Un abanico más amplio de indicadores de alta frecuencia sobre el comercio (que también incluyen mayo) sugieren que el crecimiento del comercio seguirá siendo positivo, aunque débil, a corto plazo. Con todo, el PMI de nuevos pedidos exteriores se mantuvo por debajo del umbral de expansión en junio (véase gráfico 2).

Gráfico 2

Comercio mundial y pedidos exteriores



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.
 Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2019 (importaciones mundiales de mercancías) y a junio de 2019 (PMI).

La intensificación de las tensiones comerciales continúa. En mayo se produjo una escalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, cuando el primero anunció subidas de los aranceles a las importaciones chinas y China

respondió aumentando los aranceles a las importaciones estadounidenses. Con todo, en la cumbre del G-20 celebrada en Osaka a finales de junio los dos países alcanzaron un acuerdo para reiniciar las negociaciones comerciales. Además, el presidente Trump anunció la suspensión de las restricciones a las empresas nacionales que venden material a Huawei Technologies que el Departamento de Comercio estadounidense había anunciado a mediados de mayo. No obstante, otras cuestiones comerciales siguen sin resolverse. La Administración de Estados Unidos ha aplazado la decisión sobre posibles incrementos de los aranceles a los automóviles hasta mediados de noviembre de este año, al tiempo que las negociaciones con la UE sobre un nuevo acuerdo comercial, anunciado en julio de 2018, siguen en curso.

La inflación mundial descendió en mayo. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual de los precios de consumo descendió hasta situarse en el 2,3 % en mayo, desde el 2,5 % de abril, debido fundamentalmente a la desaceleración de los precios de la energía. Si se excluyen los precios de la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE registró una reducción marginal en mayo, hasta el 2,1 %. Las tensiones en los mercados de trabajo de importantes economías avanzadas, en particular en Estados Unidos, solo se han plasmado, por el momento, en incrementos salariales moderados, lo que sugiere que las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo débiles.

Los precios del petróleo han aumentado marginalmente desde principios de junio. Las tensiones en Oriente Próximo generadas por las hostilidades entre Estados Unidos e Irán, así como el acuerdo alcanzado por importantes productores de crudo de prorrogar nueve meses los recortes de la producción, han sostenido el precio de esta materia prima. No obstante, las revisiones a la baja de las expectativas de demanda de petróleo han aliviado las tensiones en los mercados y han afectado a los precios. Entre las materias primas no energéticas, los precios de los metales se han incrementado como consecuencia de las restricciones de oferta en el mercado de mineral de hierro, mientras que los de los alimentos prácticamente no han variado.

La expansión de la economía estadounidense sigue siendo sólida, pero es probable que el ritmo de crecimiento experimente una desaceleración. El PIB real de Estados Unidos avanzó a una tasa anualizada del 3,1 % en el primer trimestre de 2019, desde el 2,2 % del trimestre anterior. La aceleración observada en el primer trimestre reflejó el repunte del gasto público, de las existencias del sector privado y de las exportaciones netas, que se vio parcialmente compensado por la desaceleración del consumo privado. Aunque el crecimiento total del PIB continúa estando respaldado por unos fundamentos sólidos, sobre todo por la fortaleza del mercado de trabajo, la actividad económica se habría ralentizado en el segundo trimestre de este año, ya que los efectos de las medidas de estímulo fiscal de 2018 desaparecieron y el impacto positivo de las existencias revirtió. Las presiones inflacionistas se mantienen contenidas. La inflación interanual medida por el IPC disminuyó ligeramente y se situó en el 1,6 % en junio, desde el 1,8 % de mayo. Esta disminución estuvo impulsada principalmente por la acusada caída de

los precios de la energía. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, registró un aumento marginal y se situó en el 2,1 %.

En Japón, la actividad económica se fortaleció en el primer trimestre de 2019, pese al debilitamiento de la confianza. El PIB real se incrementó un 0,6 %, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2019, desde el 0,5 % del trimestre anterior. El crecimiento estuvo respaldado principalmente por las exportaciones netas, ya que las importaciones cayeron considerablemente, al tiempo que la demanda interna siguió siendo débil. Los indicadores de alta frecuencia señalan un fortalecimiento de la actividad interna en el segundo trimestre. El crecimiento del consumo privado aumentó en abril y en mayo, debido, en parte, al impacto de la mayor duración de las vacaciones de la Semana Dorada a principios de mayo, mientras que el aumento de las adquisiciones de bienes duraderos podría reflejar adelantos de compras en previsión de la subida del IVA prevista para octubre. A su vez, el mayor dinamismo del consumo sostuvo las importaciones, que en el segundo trimestre se recuperaron con respecto a los niveles excepcionalmente bajos registrados en el trimestre precedente. La inflación medida por los precios de consumo se redujo ligeramente en mayo y se situó en el 0,7 %, frente al 0,9 % de abril, reflejo principalmente de las expectativas de disminución de los precios de los servicios de alojamiento como consecuencia de la acusada caída de la demanda tras la ampliación de las vacaciones de la Semana Dorada este año. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, también se moderó y en tasa interanual se situó en el 0,3 %, frente al 0,5 % de abril.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real se aceleró hasta el 0,5 % en el primer trimestre de 2019, frente al 0,2 % registrado al final del año pasado, principalmente como consecuencia de la acumulación de existencias relacionada con el Brexit. La contribución de la demanda interna fue positiva, al tiempo que la demanda exterior neta redujo el avance del PIB porque las importaciones repuntaron. La inversión empresarial aumentó después de cuatro trimestres de contracción. La sustancial contribución de las existencias al crecimiento intertrimestral y el incremento excepcionalmente acusado de las importaciones reflejaron la mayor acumulación de existencias en un contexto de crecientes temores de un Brexit «sin acuerdo» a finales de marzo. En general, se espera que la actividad económica continúe siendo débil en los próximos trimestres, dada la elevada incertidumbre relacionada con el Brexit y la preocupación más general sobre la evolución económica global. La inflación interanual medida por el IPC fue del 2 % en junio de 2019, sin variación con respecto a mayo.

En China, el crecimiento económico se desaceleró en el segundo trimestre. La tasa de crecimiento interanual del PIB real cayó hasta el 6,2 %, frente al 6,4 % del primer trimestre. El consumo final fue el que más contribuyó al crecimiento, y la disminución observada en su contribución se vio compensada por la mayor aportación de la formación de capital, mientras que la contribución de las exportaciones netas se redujo. Los datos de junio sobre producción industrial, ventas al por menor e inversión en activos fijos sugieren que el crecimiento ha repuntado, tras registrar tasas más bajas los dos meses precedentes. Las autoridades han indicado que tienen intención de mantener el apoyo monetario y

fiscal con el fin de estabilizar el crecimiento en línea con el objetivo oficial para 2019 (6 %-6,5 %). La inflación interanual medida por el IPC permaneció estable en junio (2,7 %), mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo en el 1,6 %.

2

Evolución financiera

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo han disminuido en la zona del euro, siguiendo la tendencia a la baja iniciada a finales de 2018.

Durante el período de referencia (del 6 de junio al 24 de julio de 2019), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 29 puntos básicos, hasta situarse en el 0,19 %, en un entorno de expectativas de los mercados de mantenimiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria (véase gráfico 3). Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido también descendieron durante el período considerado y se situaron alrededor del 2,05 % y del 0,68 %, respectivamente.

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)

- Media ponderada por el PIB de la zona del euro
- Reino Unido
- Estados Unidos
- Alemania



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de junio de 2019). La última observación corresponde al 24 de julio de 2019.

Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo permanecieron estables, en general, aunque los diferenciales soberanos italianos se redujeron considerablemente. El diferencial de la deuda soberana de Alemania se incrementó 8 puntos básicos, hasta el -0,27 %, mientras que los diferenciales de la deuda francesa se mantuvieron sin cambios en el 0,00 %. Los diferenciales de la deuda soberana de España y Portugal descendieron marginalmente, unos 3 puntos básicos, y se situaron en el 0,47 % y en el 0,54 %, respectivamente. Tras la decisión de la Comisión Europea de no abrir un procedimiento de déficit excesivo a Italia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana italiana experimentaron una caída de 77 puntos básicos, hasta situarse aproximadamente en el 1,60 %.

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro repuntaron en un entorno de tipos de interés libres de riesgo más bajos. Durante el período analizado, las

cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro registraron un alza del 3,3 % y del 6,2 %, respectivamente. Los precios de las acciones se vieron respaldados, principalmente, por la disminución de los tipos libres de riesgo, reflejo de las expectativas de una orientación más acomodaticia de la política monetaria, así como de la evolución positiva de las expectativas de beneficios de las sociedades no financieras.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon durante el período analizado. En línea con las citadas mejoras 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 disminuyó en unos 20 puntos básicos desde el comienzo del período de referencia y se situó en 60 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda del sector financiero también se redujeron, en torno a 20 puntos básicos, hasta situarse en 77 puntos básicos. En conjunto, pese a que los diferenciales de los valores de renta fija privada se encuentran actualmente por encima de los mínimos registrados a principios de 2018, se mantienen unos 50 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 –36 puntos básicos durante el período considerado. El exceso de liquidez se redujo en unos 199 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.705 mm de euros. Este descenso se debió principalmente al aumento de los factores autónomos de absorción de liquidez y, en menor medida, a los reembolsos voluntarios realizados en el marco de la segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II, por sus siglas en inglés).

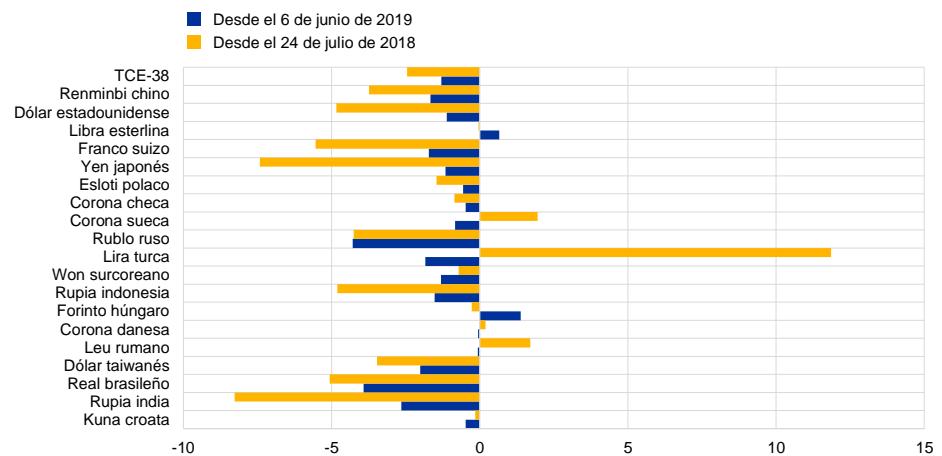
La curva de tipos forward del eonia siguió desplazándose a la baja durante el período analizado. La curva registró un mínimo de alrededor del –0,6 % para horizontes ligeramente superiores a un año. En general, la curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2025, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés permanecerán en niveles negativos durante un período prolongado.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció durante el período analizado (véase gráfico 4). 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 depreció un 1,3 %. Este comportamiento reflejó el debilitamiento de la moneda única frente al dólar estadounidense (1,1 %), el renminbi chino (1,7 %), el yen japonés (1,2 %) y el franco suizo (1,7 %). El euro también perdió valor frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes. Al mismo tiempo, se apreció frente a la libra esterlina (0,7 %), en un contexto de incertidumbre relacionada con el Brexit.

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 24 de julio de 2019.

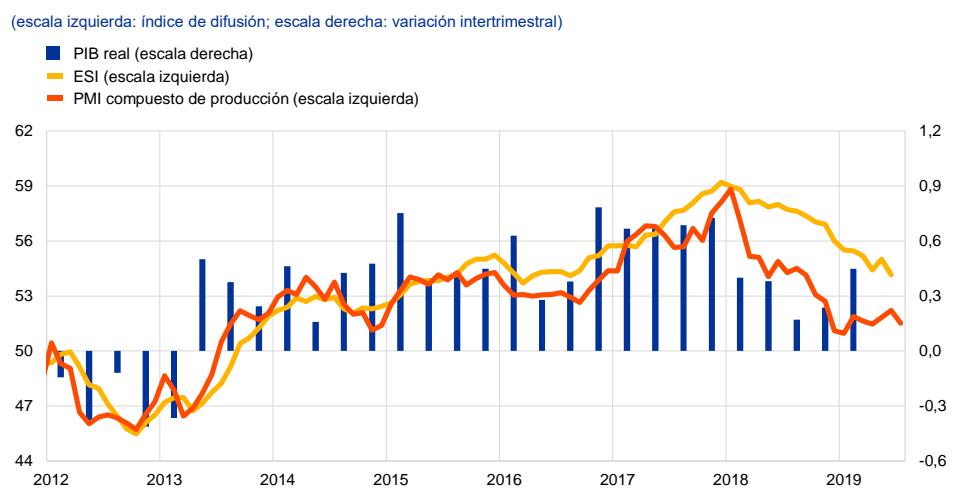
3

Actividad económica

Aunque el avance del PIB en el primer trimestre de 2019 fue algo mayor de lo esperado, los últimos datos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a un crecimiento algo más bajo en los próximos trimestres. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,4 % en el primer trimestre de 2019, tras crecer un 0,2 % en el último trimestre de 2018 (véase gráfico 5). La demanda interna y la demanda exterior neta contribuyeron positivamente al avance del PIB en el primer trimestre, mientras que la aportación de la variación de existencias fue neutral. Los indicadores económicos señalan un crecimiento continuado, aunque algo menor, en el segundo y en el tercer trimestre de 2019.

Gráfico 5

PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) y PMI compuesto de producción



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI). Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019 para el PIB real, a junio de 2019 para el ESI y a julio de 2019 para el PMI.

Los mercados de trabajo de la zona del euro se mantuvieron vigorosos. En el primer trimestre de 2019, el empleo creció un 0,4 % —frente al 0,3 % registrado en el último trimestre de 2018—, beneficiándose del fuerte avance del producto. El crecimiento del empleo fue generalizado en los distintos países y sectores. En particular, se mantuvo sólido si se compara con el avance del PIB. El empleo acumula 23 trimestres consecutivos de crecimiento desde mediados de 2013, y el número de personas ocupadas se ha incrementado en casi 11 millones. Por su parte, la productividad por persona ocupada aumentó un 0,1 % en el primer trimestre de 2019, en términos intertrimestrales, tras registrar ligeras caídas en la segunda mitad de 2018.

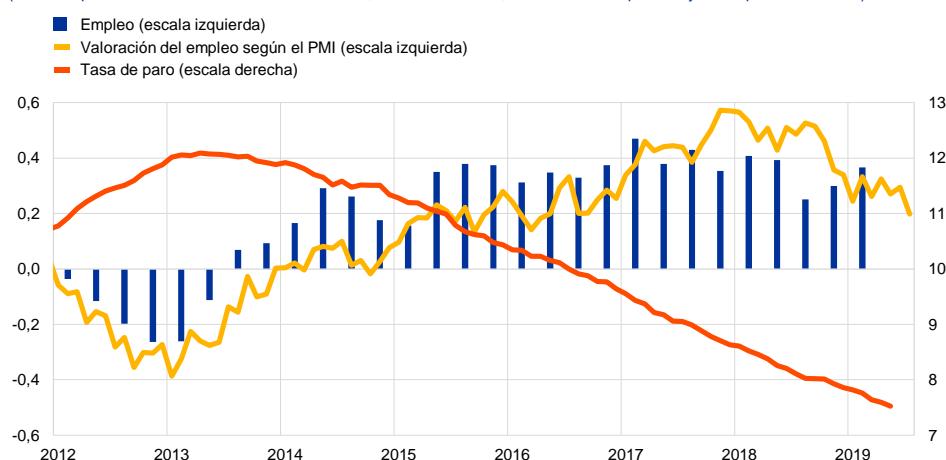
De cara al futuro, los datos y los indicadores de opinión recientes siguen señalando un crecimiento positivo del empleo. La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,5 % en mayo, frente al 7,6 % observado en abril, y se está

acercando gradualmente a los niveles anteriores a la crisis. Aunque los indicadores coyunturales procedentes de encuestas descendieron con respecto a los elevados niveles registrados en 2018, continúan sugiriendo que el crecimiento del empleo será positivo en el futuro próximo.

Gráfico 6

Empleo, valoración del empleo según el PMI y desempleo 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 PMI se expresa como una desviación de 50 dividido por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019 para el empleo, a julio de 2019 para el PMI y a mayo de 2019 para la tasa de paro.

El avance del empleo sigue impulsando la renta de los hogares y el gasto en consumo. En el primer trimestre de 2019, el consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un avance algo más débil en el trimestre anterior. La renta real disponible de los hogares ha quedado al margen, en gran medida, de la reciente desaceleración del crecimiento. La tasa de crecimiento interanual de la renta bruta disponible real se incrementó hasta el 2,7 % en el primer trimestre de 2019, desde el 1,5 % observado en el cuarto trimestre de 2018. En general, la expansión del empleo ha mantenido su fortaleza durante la reciente desaceleración del crecimiento, sosteniendo las rentas del trabajo. Además, la reducción de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales —reflejo de las medidas fiscales adoptadas en algunos países de la zona del euro (principalmente, en Francia y en Italia)— ha contribuido positivamente al poder adquisitivo de los hogares. La tasa de ahorro siguió aumentando en el primer trimestre de 2019, ya que el crecimiento de la renta fue superior al del consumo.

En los próximos meses, el consumo privado debería continuar creciendo de forma sostenida. Los datos recientes sobre el volumen de ventas del comercio minorista y las matriculaciones de automóviles apuntan a que el gasto en consumo habría aumentado en el segundo trimestre de 2019. Otros indicadores corroboran la idea de que el crecimiento sostenido del consumo se mantuvo. La confianza de los consumidores, que había seguido una tendencia a la baja, en general, desde finales de 2017, se estabilizó en el primer y en el segundo trimestre de 2019. En julio aumentó ligeramente y permaneció en un nivel por encima de su media de largo plazo. Los resultados de las últimas encuestas también señalan nuevas mejoras en

el mercado de trabajo que deberían seguir impulsando la renta de los hogares y el gasto en consumo.

Se prevé que el crecimiento de la inversión siga siendo moderado a corto plazo. En el primer trimestre de 2019, la inversión, excluida la construcción, se contrajo un 1,1 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento sólido (del 1,8 %) en el cuarto trimestre de 2018. En cambio, el avance intertrimestral de la inversión en construcción se aceleró hasta el 1,4 % en el primer trimestre del año, gracias al dinámico crecimiento (del 0,9 %) de la inversión residencial. En general, se observó un ligero ascenso de la formación bruta de capital fijo, que aumentó un 0,1 % en términos intertrimestrales. Los resultados de las encuestas recientes apuntan a una moderación continuada del crecimiento de la inversión, excluida la construcción. La confianza del sector de bienes de equipo disminuyó en junio, como consecuencia del deterioro del clima económico registrado, en promedio, en el segundo trimestre de 2019. Además, en los meses de abril y mayo, el índice mensual de producción industrial de bienes de equipo se situó, en promedio, en un nivel inferior a la media del primer trimestre del año. Otros indicadores, como los de nuevos pedidos y nuevos pedidos exteriores, también son acordes con un crecimiento débil de la inversión a corto plazo en un contexto de incertidumbre a escala mundial y de mayor debilidad de la demanda exterior. Concretamente, un nuevo aumento de la incertidumbre sobre las perspectivas del comercio mundial puede plantear un riesgo a la baja para el avance de la inversión, que se plasmaría en una disminución de los pedidos y de las expectativas de producción, y en un aplazamiento de las decisiones de inversión. En cuanto a la inversión en construcción, el índice de producción de este sector se contrajo tanto en abril como en mayo, mientras que, hasta junio, el índice de directores de compras (PMI) y el indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea seguían apuntando a un crecimiento continuado, aunque en fase de moderación, de la inversión en construcción en el segundo trimestre de 2019.

Tras sorprender al alza en el primer trimestre de 2019, el comercio de la zona del euro no parece estar cobrando impulso. La contribución positiva (del 0,2 %) de la demanda exterior neta al avance del PIB de la zona del euro en el primer trimestre del año se debió, fundamentalmente, a la extraordinaria fortaleza de las exportaciones al Reino Unido, que estuvo relacionada, casi con toda probabilidad, con un incremento excepcional de las existencias por parte de empresas en ese país en el período previo a la fecha inicialmente fijada para el Brexit. Los datos nominales sobre el comercio de bienes de la zona del euro disponibles hasta mayo muestran una volatilidad relativa y señalan un empeoramiento de las importaciones y de las exportaciones en el segundo trimestre de 2019 (–0,5 % y –0,4 %, respectivamente, en términos intertrimestrales). Este descenso se ha debido, en gran medida, a la evolución del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro. En particular, las exportaciones de la zona al Reino Unido registraron una fuerte corrección en abril, mientras que las dirigidas a Estados Unidos, China y Turquía se mantuvieron contenidas. De cara al futuro, los indicadores adelantados de exportaciones de la zona del euro no muestran señales claras de que se haya tocado fondo. Según las estimaciones de avance, el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero descendió hasta situarse en 44,3 en

julio y permaneció en territorio contractivo. El análisis de los niveles de las carteras de pedidos que realiza la Comisión Europea señala que los niveles han caído hasta –14,1 en junio, la cifra más baja desde noviembre de 2013. Sin embargo, los indicadores de transporte de mercancías perfilan un panorama más optimista para los próximos meses.

Los últimos datos y los resultados de las encuestas más recientes sugieren un crecimiento algo más bajo en el segundo y en el tercer trimestre de 2019. Esta moderación del crecimiento puede atribuirse, fundamentalmente, a la debilidad del comercio mundial y a la presencia prolongada de incertidumbres. Por ejemplo, aunque la producción industrial registró un incremento intermensual del 0,9 % en mayo, en ese mes y en abril se mantuvo, en promedio, ligeramente por debajo de la media del primer trimestre de 2019. Por lo que se refiere a indicadores de opinión más recientes, en el segundo trimestre del año el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea se situó, en promedio, en cotas inferiores a su nivel medio para el primer trimestre. Entretanto, el PMI compuesto de producción aumentó levemente entre el primer y en el segundo trimestre, antes de retroceder en julio.

De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en unas condiciones de financiación favorables. Además, el crecimiento también debería verse respaldado por mejoras adicionales del empleo, subidas salariales, el descenso de los precios de la energía y la continuada, aunque algo más lenta, expansión de la actividad mundial. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de julio, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB para 2019, 2020 y 2021 prácticamente no han variado con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de abril.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja. Ello refleja la prolongada presencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la creciente amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes.

4

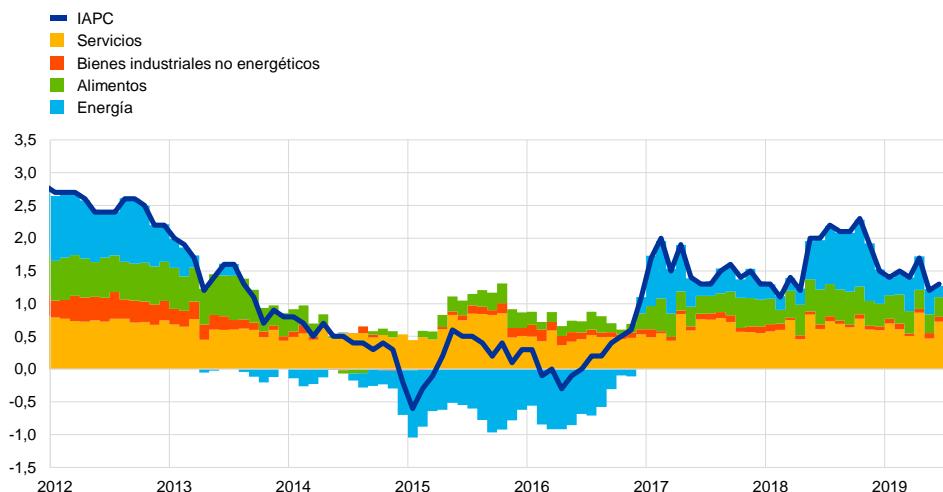
Precios y costes

La inflación medida por el IAPC aumentó hasta situarse en el 1,3 % en junio de 2019, desde el 1,2 % registrado en mayo de 2019. Este incremento se atribuyó, principalmente, al aumento de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que compensó con creces el descenso de la tasa de variación de los precios de la energía.

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 junio de 2019. 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 estabilidad. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumentó hasta situarse en el 1,1 % en junio, desde el 0,8 % registrado en mayo. Sin embargo, este incremento se debió, sobre todo, a efectos de calendario, particularmente evidentes en la pronunciada subida de los precios de los paquetes turísticos, que se esperaba que volvieran a descender en julio. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, está sujeta a la volatilidad a corto plazo de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes y de los artículos de vestir, lo que hace menos claras las señales proporcionadas por este índice sobre los movimientos de la inflación subyacente. Las medidas que ayudan a hacer abstracción de esta volatilidad se mantuvieron prácticamente sin variación. Por ejemplo, la inflación medida por el IAPC —excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir— se situó en el 1,1 % en junio, igual que en el mes precedente. Las señales procedentes de otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la

inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)¹, señalaron también que la estabilidad general observada persistirá durante varios trimestres.

Las presiones inflacionistas a lo largo de la cadena de producción sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se redujeron, pero se mantuvieron muy por encima de su media histórica en las fases posteriores de la cadena. La tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores fue del 0,8 % en mayo, frente al 0,9 % de abril, pero continúa por encima de su media histórica del 0,55 %. Tras haber aumentado de forma sostenida desde el mínimo del 0,3 % registrado en diciembre de 2018, hasta situarse en el 1,7 % en abril de 2019, la correspondiente tasa de avance interanual de los precios de importación se redujo y se situó en el 1,1 % en mayo. Las presiones inflacionistas también disminuyeron en las primeras fases del proceso de formación de precios, y los precios de las materias primas tanto energéticas como no energéticas registraron un descenso interanual.

El crecimiento de los salarios siguió siendo vigoroso. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,2 % en el cuarto trimestre de 2018 y en el 2,3 % en el primer trimestre de 2019. Esta última tasa se vio afectada por una caída significativa de las cotizaciones sociales². Al margen de esos factores transitorios, la tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado se ha estabilizado desde mediados de 2018 en un nivel ligeramente superior a su media histórica del 2,1 %³.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron, en general, sin cambios, mientras que los indicadores de opinión registraron un leve descenso. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,29 %, básicamente en consonancia con el nivel observado a principios de junio, pero después de registrar una volatilidad notable durante el período (véase gráfico 8). La probabilidad de deflación basada en datos de mercado sigue siendo muy limitada, pese a haber mostrado una tendencia ascendente a lo largo del período analizado. Al mismo tiempo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación, con un retorno solo muy gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2019 sitúan las previsiones medias de inflación anual medida por el IAPC en el 1,3 %, el 1,4 % y el 1,5 % para 2019, 2020 y 2021, respectivamente. Estos resultados representan una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales para

¹ 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.

² Esta disminución está relacionada con el crédito fiscal para incentivar la competitividad y el empleo (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* o CICE) de Francia, que fue sustituido por una rebaja permanente de las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios en el primer trimestre de 2019.

³ La media histórica se basa en los datos correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el primer trimestre de 2019.

cada año en comparación con la encuesta anterior. Las expectativas medias de inflación a largo plazo se redujeron del 1,8 % al 1,7 %.

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 Eurosystema para la zona del euro (junio de 2019) y Consensus Economics.

Notas: La encuesta EPE correspondiente al tercer trimestre de 2019 se realizó entre el 1 y el 5 de julio. 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 24 de julio de 2019.

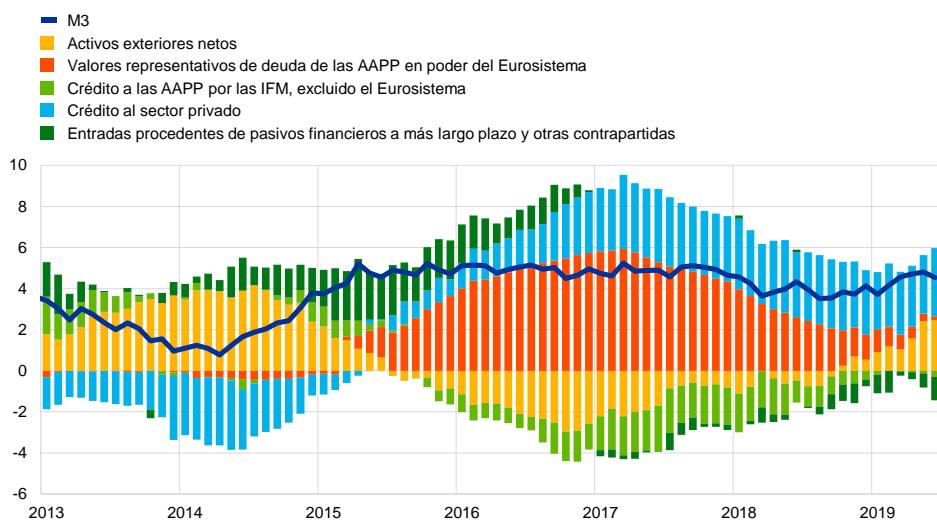
5

Dinero y crédito

El crecimiento monetario mantuvo su fortaleza pese a la desaparición gradual del impacto positivo de las adquisiciones netas mensuales realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y al crecimiento más débil de la economía de la zona del euro. La tasa de avance interanual del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 4,5 % en junio de 2019, frente al 4,8 % de mayo, como consecuencia de un efecto base negativo, por lo que retornó a los niveles observados en marzo de 2019 (véase gráfico 9). La expansión del agregado monetario amplio siguió estando respaldada por el menor coste de oportunidad de mantener M3. La contribución positiva de las compras netas efectuadas en el contexto del APP al crecimiento interanual de M3 ha vuelto a disminuir y ahora es marginal. El agregado monetario estrecho (M1) también continuó registrando un ritmo de crecimiento vigoroso, con una tasa interanual del 7,2 % en junio de 2019, sin variación con respecto a mayo, 1 punto porcentual superior al mínimo puntual observado en enero de 2019. Entre sus componentes, la tasa de avance interanual del efectivo en circulación mantuvo su solidez, aunque no se sitúa en niveles excepcionalmente elevados en términos históricos, lo que señala que no se ha generalizado la sustitución por efectivo. De cara al futuro, el nivel actual del crecimiento de M1 real sigue indicando que es poco probable que se produzca una recesión inminente en la zona del euro.

Gráfico 9
M3 y sus contrapartidas

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



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 las 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 junio de 2019.

Aunque el crédito al sector privado siguió siendo la principal fuente de creación de dinero, los flujos monetarios externos también contribuyeron considerablemente al crecimiento monetario. La contribución del crédito al sector

privado al crecimiento del agregado monetario amplio aumentó en junio de 2019, después de haberse estabilizado en los últimos meses (véanse las barras de color azul del gráfico 9), en un contexto de debilitamiento de la actividad económica, en general, desde la segunda mitad de 2018. La menor contribución automática del APP observada en los últimos meses (véanse las barras de color rojo del gráfico 9) se ha visto compensada por el aumento de un componente importante, los activos exteriores netos (véanse las barras de color amarillo del gráfico 9), que han tenido un impacto positivo en el crecimiento de M3 desde octubre de 2018. No obstante, el fuerte incremento de la aportación de los flujos monetarios externos al crecimiento interanual de M3, que coincidió con el mayor interés mostrado por los inversores extranjeros en la zona del euro, suele ser volátil y, por consiguiente, es posible que no sea duradero. La contribución del crédito a las Administraciones Públicas concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro, excluido el Eurosistema (véanse las barras de color verde claro del gráfico 9), al avance de M3 continuó siendo marginalmente negativa, después de registrar niveles muy negativos en el período de compras netas efectuadas en el marco del APP, cuando las entidades de crédito tendieron a reducir sus tenencias de deuda pública. Del mismo modo, los pasivos financieros a más largo plazo siguieron representando un ligero lastre para el crecimiento interanual del agregado monetario amplio (véanse las barras de color verde oscuro del gráfico 9).

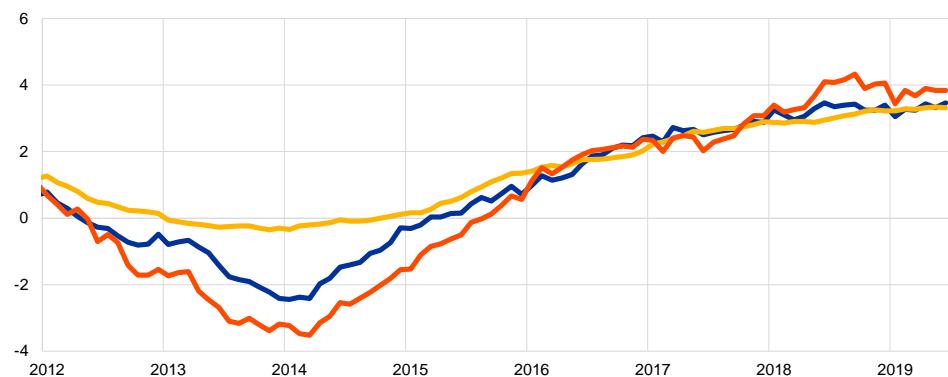
Los préstamos a sociedades no financieras de la zona del euro mantuvieron su crecimiento relativamente robusto, al beneficiarse de los nuevos niveles históricamente bajos de los tipos de interés del crédito bancario. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) aumentó hasta el 3,5 % en junio de 2019, desde el 3,3 % registrado en mayo (véase gráfico 10). Tras la moderación observada hasta enero de 2019 (hasta situarse en el 3,4 %), la tasa de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras se mantuvo sin cambios en el 3,8 % en junio de 2019. Esta evolución está en consonancia con el retardo del patrón cíclico de estos préstamos con respecto a la actividad económica real y con la ralentización de la demanda agregada observada a lo largo de 2018. Con todo, el crecimiento de estos préstamos permaneció en niveles cercanos a su máximo de septiembre de 2018, que fue del 4,3 %. Los préstamos a hogares crecieron a una tasa interanual del 3,3 % en junio de 2019, sin variación con respecto a mayo. En conjunto, el crecimiento de los préstamos siguió beneficiándose de los niveles históricamente bajos de los tipos de interés del crédito bancario y de las condiciones favorables de la oferta de crédito bancario en general. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el volumen de préstamos dudosos (NPL, por sus siglas en inglés) sigue siendo elevado en algunos países y puede haber dado lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiación, como también se indicó en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2019 (véase el texto que sigue)⁴.

⁴ Véase también el capítulo 3 del informe «*Financial Stability Review*», BCE, mayo de 2019.

Gráfico 10**Préstamos al sector privado**

(tasa de crecimiento interanual)

- Préstamos al sector privado
- Préstamos a hogares
- Préstamos a sociedades no financieras



Fuente: BCE.

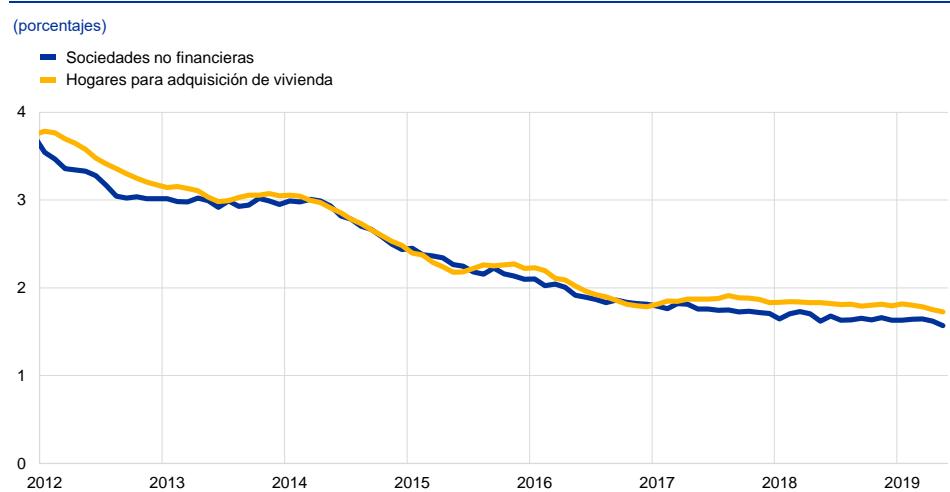
Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a junio de 2019.

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a empresas se endurecieron en un contexto de mayor incertidumbre sobre las perspectivas económicas. Aunque en la encuesta anterior las entidades de crédito participantes esperaban que estos criterios se relajaran ligeramente en términos netos, los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a empresas se endurecieron en el segundo trimestre de 2019, lo que supuso el final del período de relajación neta que había comenzado en 2014. Este endurecimiento neto se debió, principalmente, a la contribución negativa de la percepción de riesgos relacionada con un deterioro de la situación específica de las empresas y de la economía en general, mientras que la competencia ejerció presión en sentido contrario. Al mismo tiempo, los criterios de concesión de los préstamos a hogares apenas variaron. Según lo indicado en la encuesta, la demanda de crédito aumentó en todas las modalidades de préstamos en el segundo trimestre de 2019. Si bien las necesidades de financiación de la inversión en capital fijo y los reducidos tipos de interés favorecieron la demanda de préstamos a las sociedades no financieras en ese trimestre, las necesidades de financiación de las existencias y el capital circulante no sustentaron esta demanda, lo que refleja la sensibilidad de este factor al ciclo económico. En el segundo trimestre de 2019, la demanda de préstamos para adquisición de vivienda continuó creciendo, impulsada por el bajo nivel de tipos de interés y por las perspectivas del mercado de la vivienda, que siguieron mejorando. En el mismo trimestre, las entidades de crédito de la zona del euro también indicaron una mejoría de las condiciones de acceso a los mercados de financiación minoristas y mayoristas, especialmente para los de valores de renta fija. Las entidades señalaron que la adopción de medidas regulatorias y supervisoras y los préstamos dudosos también habían contribuido a endurecer los criterios de concesión. El endurecimiento derivado del impacto de estos préstamos fue menos pronunciado que en el semestre anterior, pero las entidades de crédito esperan que revierta en cierta medida en los seis próximos meses.

El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito bancario continuó sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro. En mayo de 2019, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a sociedades no financieras y a hogares para adquisición de vivienda se situaron en nuevos mínimos históricos del 1,57 % y del 1,73 %, respectivamente (véase gráfico 11). Estos tipos de interés 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. También han registrado un descenso de más de 40 puntos básicos desde febrero de 2016, es decir, justo antes de la última vez que se redujo el tipo de interés de la facilidad de depósito (en 20 puntos básicos, hasta situarse en el -0,4 %). La disminución 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. En general, esto 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.

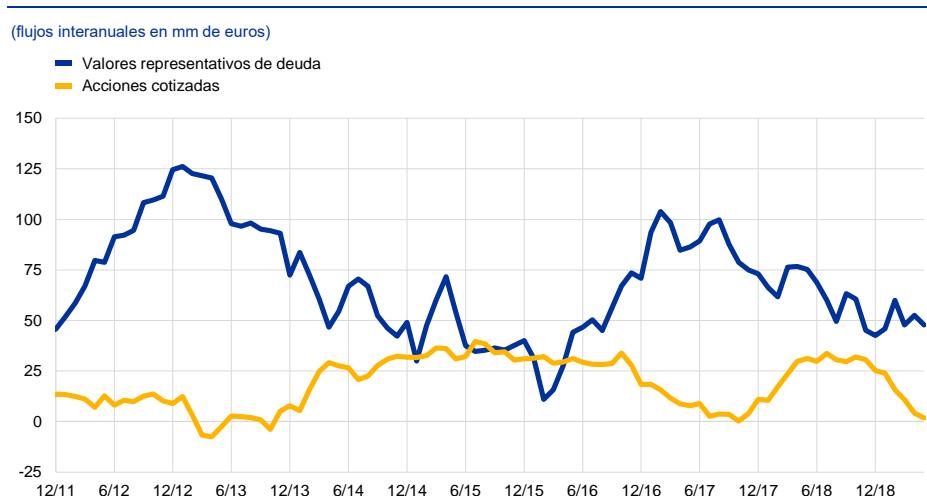
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a mayo de 2019.

En mayo de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron después de cuatro meses consecutivos de intensa actividad emisora. 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 se redujeron en mayo de 2019, aunque siguieron siendo positivos, como se observa desde principios de 2019. El aumento acumulado de las emisiones netas en los cinco primeros meses de 2019 fue acorde con el patrón estacional observado en los últimos años y, además, supuso el mayor incremento desde 2012. Desde una perspectiva más a medio plazo (véase gráfico 12), los flujos interanuales de valores

representativos de deuda siguen siendo reducidos, debido a la escasa actividad emisora registrada en 2018. En mayo de 2019, los flujos interanuales de emisiones netas de valores representativos de deuda se situaron ligeramente por debajo de los 50 mm de euros, 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 junio de 2019, pero en julio prácticamente no variaron. En mayo de 2019, las emisiones netas totales de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se situaron en niveles ligeramente negativos, continuando así la tendencia a la baja que comenzó al final de 2018 y se interrumpió solo de forma transitoria en abril de 2019. Como consecuencia de la persistencia de esta debilidad, en mayo de 2019 los flujos interanuales de emisiones netas de acciones cotizadas fueron los más bajos observados desde octubre de 2017.

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 mayo de 2019.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron marginalmente en mayo de 2019, tras haber disminuido de forma ininterrumpida desde finales de 2018. 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 situó en el 4,5 % en mayo de 2019 y, según las proyecciones, se habría mantenido estable en ese nivel en junio y en julio. Según las estimaciones, en julio de este año el coste de financiación se situó solo 9 puntos básicos por encima del mínimo histórico de abril de 2019 y muy por debajo de los niveles observados en el verano de 2014. El incremento estimado del coste de financiación desde abril de 2019 se debe exclusivamente al coste más elevado de los valores de renta variable, que se vio compensado, solo en parte, por nuevas reducciones del coste de los valores de renta fija, que, según las estimaciones, en julio de 2019 se habría estabilizado en su mínimo histórico. Desde abril, la subida del coste de los valores de renta variable se atribuye al aumento de la prima de riesgo, que refleja, entre otros factores, las

recurrentes tensiones comerciales a escala mundial y los riesgos relacionados con el Brexit. Más recientemente, el coste de estos valores ha registrado un ligero descenso, como consecuencia, en cierta medida, de las expectativas de relajación adicional de la política monetaria.

Recuadros

1 Causas de la disociación entre la actividad y el comercio mundiales

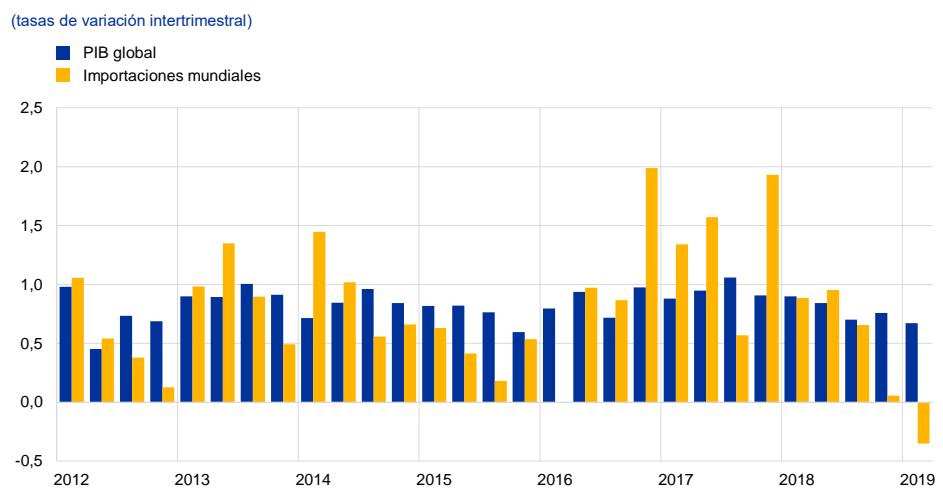
Alina Bobasu, Simona Manu y Lucia Quaglietti

En este recuadro se analiza la debilidad del comercio mundial observada desde la segunda mitad de 2018, prestando especial atención a las causas de su disociación de la actividad económica. Tras haber experimentado ya una ralentización en el tercer trimestre de 2018, el comercio internacional se contrajo a finales de ese año y principios de 2019 (véase gráfico A). La desaceleración fue generalizada en todas las regiones. El comercio sufrió un deterioro particularmente acusado en China y en los países emergentes de Asia, donde había registrado fuertes aumentos en 2017, pero también se debilitó en América Latina, Japón y Estados Unidos en el primer trimestre de 2019 (véase gráfico B). En cambio, el crecimiento de las importaciones repuntó en el Reino Unido, probablemente como consecuencia de la acumulación de existencias por parte de las empresas de ese país ante la incertidumbre provocada por el Brexit. Aunque el crecimiento del PIB global también se ralentizó, su retroceso fue menos pronunciado que el del comercio mundial. Debido a los significativos movimientos de las categorías de gasto más intensivas en importaciones —como la inversión y las existencias— durante el ciclo económico, los intercambios comerciales pueden experimentar mayores oscilaciones que la actividad (véase gráfico A). Por ejemplo, el comercio mundial se mantuvo contenido en el período comprendido entre el segundo trimestre de 2014 y el tercer trimestre de 2015, mientras que en 2017 superó con creces el crecimiento de la actividad global. La caída del comercio observada en los últimos trimestres puede obedecer a diversos factores, entre los que se incluyen factores de carácter cíclico y de composición, pero también la influencia de la escalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China⁵. El objetivo de este recuadro es arrojar luz sobre las causas que subyacen a la reciente debilidad del comercio mundial y su disociación de la actividad.

⁵ Para un análisis más detallado de las implicaciones macroeconómicas del aumento del proteccionismo, véase el artículo titulado «*The economic implications of rising protectionism: a euro area and global perspective*», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2019.

Gráfico A

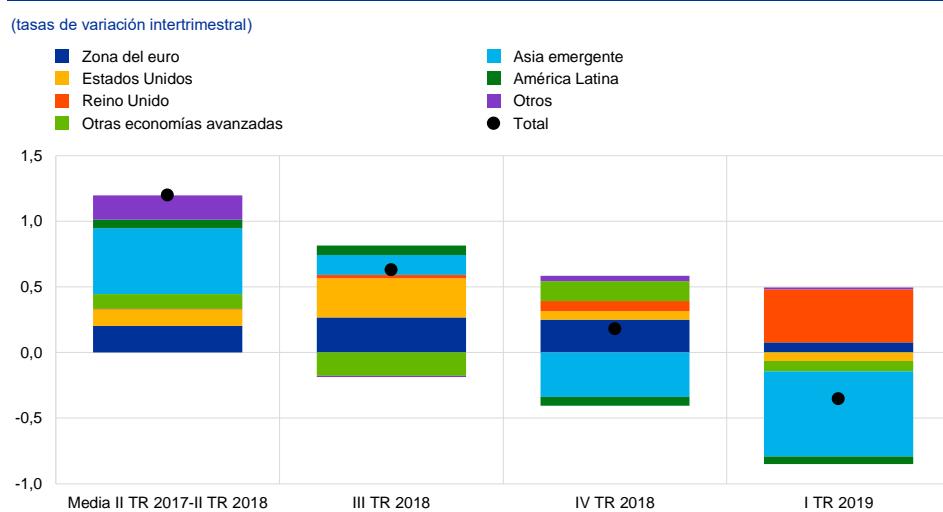
Importaciones mundiales y PIB global



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del BCE.

Gráfico B

Importaciones mundiales

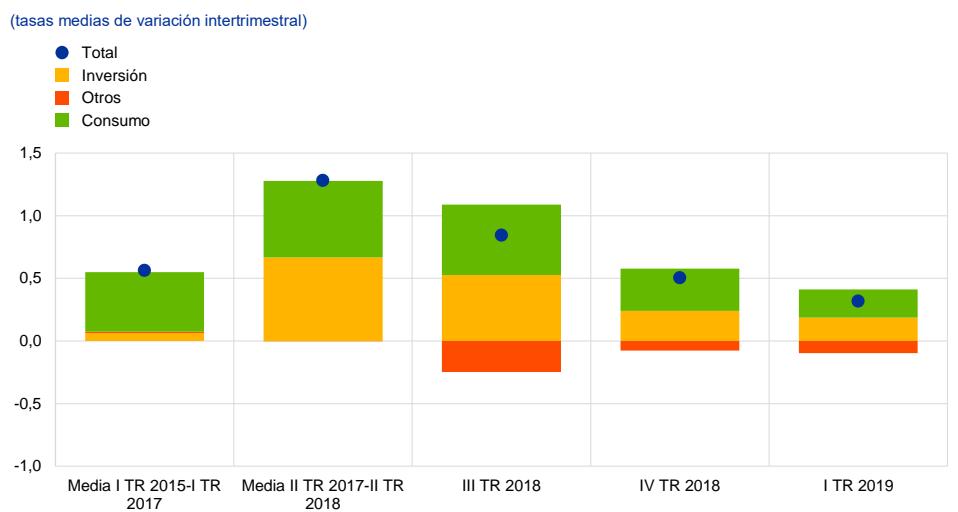


Fuentes: Haver Analytics y cálculos del BCE.

La evidente disociación entre el comercio y la actividad mundiales desde la segunda mitad de 2018 refleja en gran medida un debilitamiento de la inversión global, aunque el consumo también se moderó en torno al cambio de año. Las estimaciones obtenidas a partir de modelos estándar de demanda de importaciones sugieren que tanto el anterior aumento del comercio mundial en 2017 como la ralentización más reciente desde mediados de 2018 pueden deberse a las grandes fluctuaciones de la inversión global (véase gráfico C). El reciente retroceso se ha producido también por una caída del consumo en algunas economías emergentes.

Gráfico C

Importaciones mundiales (excluida la zona del euro)



Fuentes: World Input-Output Database (WIOD), Haver Analytics y cálculos del BCE.
 Notas: Agregación de 17 países que representan el 65 %, aproximadamente, de la demanda exterior de la zona del euro. China no está incluida en la muestra. Dada la composición más reducida de la muestra, el agregado del comercio mundial difiere del que se muestra en los gráficos A y B. Las contribuciones se obtienen de los modelos de corrección de error de cada país. Los modelos relacionan las importaciones reales con los componentes de la demanda interna, los precios de las materias primas y los precios relativos de las importaciones. De acuerdo con Bussière *et al.*, «Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5(3), 2013, se calculan las medidas de la demanda ajustada por la intensidad de las importaciones (IAD, por sus siglas en inglés) ponderando los componentes de la demanda interna en función de su contenido de importaciones obtenido de las tablas *input-output* globales. Para recoger factores estructurales, como movimientos de la competitividad-no precio o variaciones de la apertura comercial, también se incluyen tendencias determinísticas no lineales en las relaciones de largo plazo. El coeficiente de largo plazo entre la elasticidad de las importaciones y la demanda interna se limita a uno. «Otros» incluye contribuciones de los precios relativos, la tendencia y factores inesperados.

Es probable que la ralentización de la inversión se haya visto acentuada por algunos factores negativos que han afectado a la economía mundial. Para arrojar más luz sobre los determinantes de la reciente desaceleración de la inversión a escala global, se estiman dos modelos de panel de vectores autorregresivos bayesianos: uno para las economías avanzadas y otro para las emergentes. La metodología tiene en cuenta la heterogeneidad entre países⁶, mientras que la identificación, basada en restricciones de signo, permite identificar cuatro determinantes principales de la inversión a lo largo del tiempo: incertidumbre, condiciones financieras, perturbaciones de demanda y perturbaciones de oferta. Los resultados de los modelos sugieren que el aumento de la incertidumbre y el endurecimiento de las condiciones financieras explican gran parte del desplome de la inversión tanto en las economías avanzadas como en las emergentes en el segundo semestre de 2018 (véase gráfico D). La mayor debilidad de las perspectivas de demanda en las economías emergentes acentuó la desaceleración.

Desde la perspectiva del producto, la desaceleración de la inversión global ha tenido su reflejo en una acusada caída de la producción de manufacturas.

Gran parte de la debilidad de la economía mundial en los últimos trimestres se ha concentrado en el sector industrial y, más concretamente, en la producción de manufacturas. En cambio, el crecimiento de los servicios ha demostrado tener mayor capacidad de resistencia en general, aunque los indicadores del índice de

⁶ Para una explicación detallada de la metodología y datos de referencia, véase el recuadro titulado «[La dinámica de la inversión en las economías avanzadas desde la crisis financiera](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2017.

directores de compras (PMI) se moderaron en el segundo trimestre de este año. En la segunda mitad de 2018, la producción industrial se contrajo en Japón, en la zona del euro y en algunos países de América Latina, y, más recientemente, también se ha ralentizado en Estados Unidos y en China. En general, los países con un sector industrial más grande, mayor exposición a las materias primas industriales o fuerte dependencia de las exportaciones en su PIB experimentaron una ralentización más acusada en su crecimiento. Los ciclos de inversión y de producción industrial tienden a estar estrechamente relacionados. La producción del sector manufacturero es muy intensiva en capital, y los bienes de equipo constituyen una gran parte de ella. Por lo tanto, no es de extrañar que la desaceleración de la inversión haya tenido su reflejo en una acusada caída de la producción de manufacturas a escala mundial.

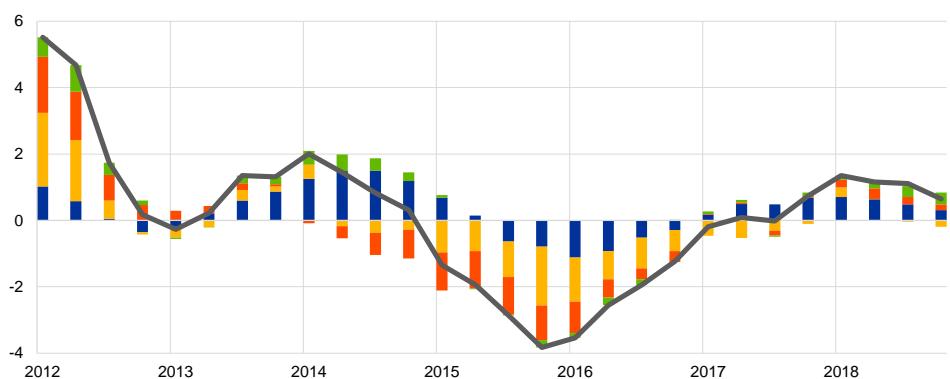
La desaceleración de las manufacturas a escala global fue especialmente pronunciada en los sectores de la electrónica y de la automoción, y también estuvo asociada a un fuerte descenso de los flujos comerciales en ambos sectores. Por lo que respecta al sector de la automoción, su debilidad a escala global se debió, en parte, a factores de carácter temporal, como los cuellos de botella en la fabricación de automóviles tras la introducción del nuevo procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial (WLTP, por sus siglas en inglés). Sin embargo, algunas tendencias estructurales de medio plazo, como el aumento de la preocupación y las políticas en materia medioambiental, pueden haber influido también. Además, en China las bonificaciones fiscales por la compra de coches, que ayudaron a impulsar las ventas de vehículos en el período 2015-2017, se suspendieron en 2018. La debilidad del ciclo de los productos electrónicos podría guardar relación con una ralentización del ciclo tecnológico en Asia, después de una fase de expansión en 2017 vinculada a una inversión sustancial para ampliar la capacidad de los centros de datos en todo el mundo.

Gráfico D

Descomposición de los cambios en la inversión: principales determinantes

(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)

- Incertidumbre
- Demanda
- Condiciones financieras
- Oferta
- Total



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico se basa en dos modelos de panel de vectores autorregresivos bayesianos: uno para las economías avanzadas y otro para las emergentes. Este marco tiene en cuenta la heterogeneidad entre países. Los países incluidos en la estimación son Canadá, Japón, Reino Unido, Estados Unidos, China, Turquía, México y Brasil. Se incluyen las siguientes variables: incertidumbre, medida por la dispersión de las expectativas de crecimiento entre los expertos en previsión; índices de condiciones financieras; crecimiento esperado; inversión empresarial, y evolución de los precios. La identificación de perturbaciones estructurales se realiza mediante restricciones cero y de signo. La inversión global se muestra en desviación con respecto a la tendencia/estado estacionario y se basa en una agregación de los resultados de cada país basados en ponderaciones del PIB.

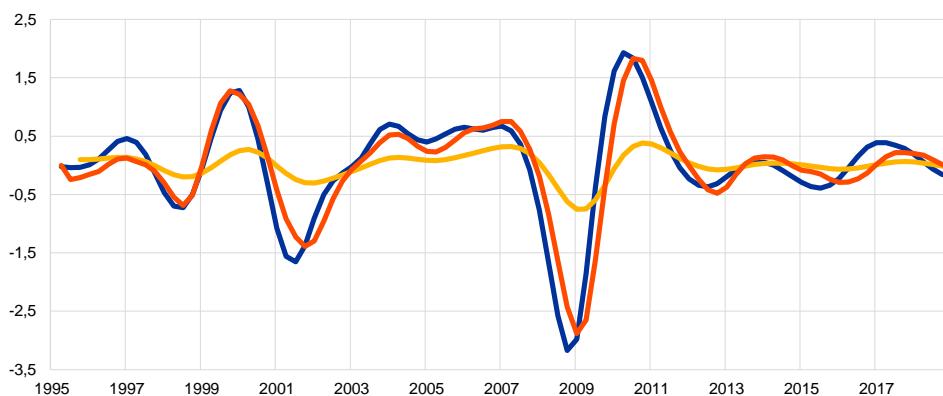
Los ciclos de producción industrial y del comercio tienden a estar altamente correlacionados, lo que implica que las variaciones en la producción de manufacturas pueden tener un impacto significativamente más acusado en el comercio mundial que en la actividad. El sector manufacturero continúa siendo muy intensivo en comercio, ya que las importaciones de bienes industriales representan más del 50 % de las importaciones mundiales totales en términos brutos, pero solo constituyen el 20 % del valor añadido global total. Así pues, un acusado retroceso de la producción de manufacturas se traduce en un descenso más pronunciado del comercio mundial que del PIB global. El análisis del BCE indica que los ciclos de producción industrial y del comercio tienden a estar altamente correlacionados, y que la producción industrial mundial suele mostrar una mayor elasticidad del comercio que el PIB global (véase gráfico E).

Gráfico E

Ciclos del comercio y de la producción industrial a nivel mundial

(tasas de variación intertrimestral)

- Ciclo del comercio mundial
- Ciclo del PIB mundial
- Ciclo de la producción industrial mundial



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del BCE basados en Borin *et al.*, «The cyclicity of the Income Elasticity of Trade», *Working Papers*, n.º 1126, Banca d'Italia, julio de 2017.

Notas: Los ciclos se obtienen mediante el filtro simple de Hodrick-Prescott (HP) aplicado al logaritmo del PIB, del comercio y de la producción industrial. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

Pese a algunas señales de recuperación, es probable que el comercio mundial se mantenga más contenido que la actividad en los próximos trimestres. Los indicadores de alta frecuencia del comercio mundial apuntan a una ligera recuperación a corto plazo. Sin embargo, se espera que esta sea moderada y que el crecimiento del comercio vaya repuntando solo de forma gradual, debido a la debilidad de las perspectivas de inversión en muchas economías. Además, los riesgos a la baja para las perspectivas del comercio se han materializado parcialmente en los últimos meses debido a la subida de los aranceles, y persiste la amenaza de una nueva escalada de las tensiones comerciales.

2

Liberalización del comercio de servicios y desequilibrios globales: un análisis crítico de la evidencia empírica

Georgios Georgiadis y Andrej Mijakovic

Existe amplio consenso en que la liberalización del comercio incrementa el bienestar agregado a largo plazo⁷. La liberalización del comercio en el marco de la cooperación multilateral ha sido un factor clave que ha favorecido la prosperidad económica a escala mundial. La integración comercial contribuyó a impulsar el crecimiento económico en las economías avanzadas y en desarrollo en la segunda parte del siglo XX, lo que ayudó también a cientos de millones de personas a salir de la pobreza.

Sin embargo, la liberalización del comercio ha sido asimétrica, en el sentido de que se ha centrado más en los bienes que en los servicios. En este contexto, también puede esperarse que la liberalización del comercio de servicios aumente el bienestar a largo plazo. Al margen de sus efectos sobre el bienestar, en algunos foros internacionales, como el G-20, se ha defendido recientemente que la liberalización de los servicios también puede reducir los desequilibrios globales, es decir, la dispersión de los superávits y déficits por cuenta corriente en las distintas economías. En este recuadro se realiza un análisis crítico de los fundamentos y de la evidencia empírica en los que se basa esta afirmación.

Los desequilibrios globales se han mantenido estables, en general, en los últimos años, aunque su composición ha variado ligeramente (véase gráfico A). Tras un período de aumento de los desequilibrios globales a principios de la pasada década, la crisis financiera mundial provocó, primero, su reducción y, después, su rotación de las economías emergentes a las economías avanzadas. Desde entonces, la magnitud de estos desequilibrios se ha mantenido estable, en general. De cara al futuro, en la última edición de su informe Perspectivas de la Economía Mundial, el FMI prevé una disminución progresiva de los desequilibrios mundiales, determinada principalmente por la disminución gradual de los superávits de los países exportadores de petróleo, de la zona del euro y de Japón⁸.

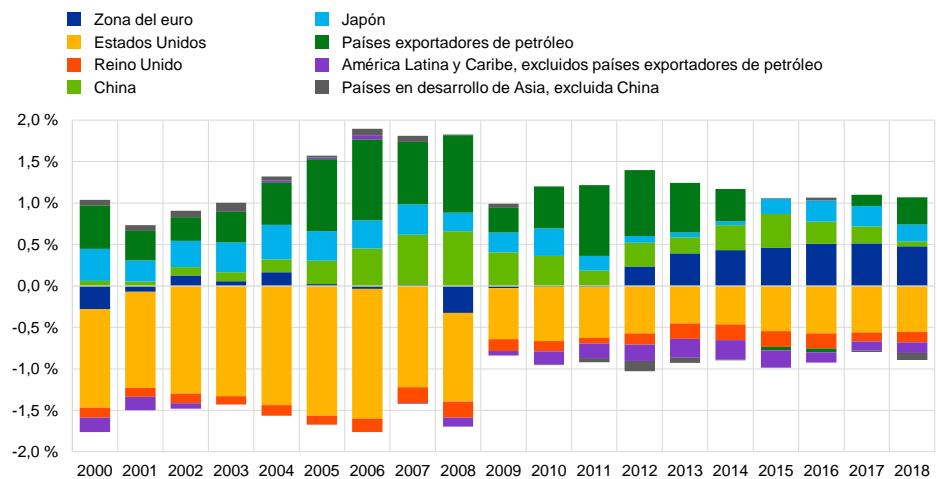
⁷ Véase, por ejemplo, *Making trade an engine of growth for all*, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Organización Mundial del Comercio, 2017.

⁸ Véase *Perspectivas de la Economía Mundial: Desaceleración del crecimiento, precaria recuperación*, Fondo Monetario Internacional, 2019.

Gráfico A

Evolución de los superávits y déficits por cuenta corriente en distintos países

(en porcentaje del PIB mundial)



Fuentes: Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI, y cálculos del BCE.

Notas: Los países exportadores de petróleo incluyen Angola, Arabia Saudí, Argelia, Catar, EAU, Ecuador, Indonesia, Irak, Irán, Kuwait, Libia, Nigeria, Noruega, Rusia y Venezuela.

Dado que varias crisis financieras que se propagaron a otras economías estuvieron precedidas de déficits por cuenta corriente abultados y persistentes, los desequilibrios globales requieren vigilancia. La persistencia de abultados déficits por cuenta corriente puede aumentar la dependencia de las economías de los mercados financieros mundiales y acentuar su vulnerabilidad a variaciones en la confianza de los inversores. En efecto, las crisis financieras suelen haber ido precedidas históricamente de cuantiosos y continuados déficits por cuenta corriente. Además, muchas de las crisis se propagaron a otras economías deudoras, e incluso afectaron a las economías acreedoras. Por tanto, se considera que la reducción de los desequilibrios globales es una vía importante para promover la estabilidad económica y financiera mundial.

Recientemente se ha argumentado que la liberalización asimétrica del comercio desde los años noventa —es decir, la reducción de los aranceles sobre los bienes, pero no sobre los servicios— ha contribuido a los desequilibrios globales. En concreto, el argumento se basa en dos pilares. En primer lugar, se defiende que desde la creación de la Organización Mundial del Comercio (OMC), en 1995, el coste del intercambio de bienes se ha reducido sustancialmente, debido a las considerables rebajas de los aranceles. En cambio, el coste del intercambio de servicios se ha mantenido prácticamente sin cambios en el mismo período. En segundo lugar, se afirma que, como consecuencia de dicha asimetría en la liberalización del comercio, las economías con una ventaja comparativa en la fabricación de bienes (servicios) experimentan un aumento (disminución) de sus saldos por cuenta corriente (véase gráfico B).

La teoría económica sugiere que la política comercial no afecta a los saldos por cuenta corriente a largo plazo. El saldo por cuenta corriente refleja la capacidad de financiación de un país, es decir, el ahorro interno menos la inversión interna. Por tanto, para que cualquier política afecte a la cuenta corriente, debe

influir en las decisiones intertemporales de ahorro y gasto. Un cambio en la política comercial que aumente la renta permanente de un país generará un incremento equivalente de su gasto en cualquier período y, por ende, no tendrá efecto alguno sobre el ahorro neto en un período determinado. En términos de la balanza comercial, una perturbación positiva en la demanda de bienes internos frente a los importados modificaría su precio relativo, sin que se produjera variación en las exportaciones netas en términos relativos.

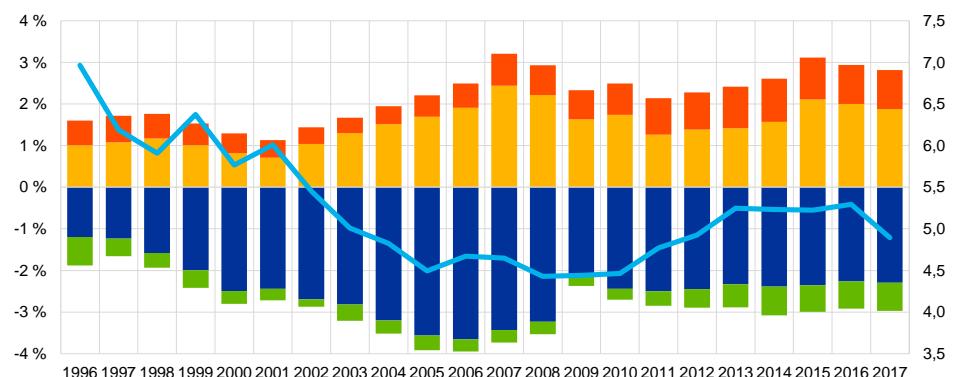
Sin embargo, algunas características concretas del entorno económico, como los hábitos de consumo o los costes de ajuste de la inversión, pueden retrasar la reversión al equilibrio a largo plazo. En este entorno, la liberalización del comercio de servicios podría afectar, en principio, a los desequilibrios globales temporalmente, aumentando los saldos por cuenta corriente de las economías con una ventaja comparativa en servicios, más que en bienes manufacturados, y reduciendo los saldos de las economías con una ventaja comparativa en manufacturas.

Gráfico B

Liberalización del comercio y desequilibrios por cuenta corriente en una selección de países

(en porcentaje del PIB de la muestra)

- Déficit de bienes: Reino Unido y Estados Unidos
- Superávit de bienes: China, Alemania y Japón
- Superávit de servicios: Reino Unido y Estados Unidos
- Déficit de servicios: China, Alemania y Japón
- Aranceles mundiales sobre bienes (escala derecha)



Fuentes: Estadísticas de balanza de pagos del FMI e Indicadores de desarrollo mundial.

Notas: «PIB de la muestra» se refiere al PIB acumulado de Alemania, China, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. Los aranceles mundiales se calculan como una media ponderada por el PIB de los aranceles de cada país. Los aranceles son los aplicados a todos los intercambios de bienes.

Para contrastar la hipótesis de que la liberalización del comercio de servicios reduciría los desequilibrios globales, es preciso utilizar un modelo empírico para determinar el saldo por cuenta corriente que controle las variables fundamentales y las políticas. Dado que en dicho modelo la variable que habría que explicar sería el saldo por cuenta corriente en relación con el PIB, el análisis también tendría en cuenta implícitamente los efectos de la política comercial sobre el producto.

El modelo de regresión de la metodología de evaluación de los saldos externos (EBA, por sus siglas en inglés) del FMI es un marco metodológico

ampliamente consolidado para evaluar los efectos de las variables fundamentales y las políticas en la cuenta corriente⁹. El modelo EBA del FMI se basa en una regresión de panel que analiza la relación entre el saldo por cuenta corriente de un país en relación con su PIB, por una parte, y los fundamentos económicos y las políticas, por otra. Este modelo se utiliza, entre otras cosas, para la evaluación de la posición exterior de los países en los informes del Artículo IV y en el Informe sobre el Sector Externo del FMI. Cabe mencionar que, dado que el modelo EBA del FMI se especifica en forma reducida, no es posible rastrear los canales de transmisión específicos que generan el equilibrio general. Al mismo tiempo, debido a su forma reducida, este modelo puede utilizarse para analizar los efectos de una amplia variedad de variables fundamentales y políticas que afectan a la cuenta corriente.

Los resultados obtenidos de este modelo sugieren que la liberalización del comercio de servicios reduciría los déficits por cuenta corriente en algunas economías deudoras. Como en Joy *et al.* (2018)¹⁰, el modelo de regresión EBA del FMI se aumenta con un índice de restricciones al comercio de servicios construido por la OCDE¹¹. Después, se considera un análisis contrafactual de una reducción de las barreras al comercio de servicios, en el que se supone que todos los países reducen sus restricciones al comercio de servicios al nivel del país menos restrictivo¹². Si se cambian los valores de las variables de la derecha en el modelo de regresión EBA ajustado, ello implica variaciones correspondientes en la predicción del saldo por cuenta corriente en términos de PIB. Dado que en el modelo EBA también se controla por el ciclo económico, los resultados contrafactuals se interpretan mejor como efectos a medio plazo. Los resultados —que coinciden en gran medida con los de Joy *et al.* (2018)— sugieren que los déficits por cuenta corriente de economías deudoras, como el Reino Unido y Estados Unidos, se reducirían en 1,2 y 0,8 puntos porcentuales en relación con el PIB, respectivamente (véase gráfico C). Además, el superávit por cuenta corriente de China pasaría a ser un déficit moderado, acercándose al equilibrio en términos absolutos.

⁹ Para un análisis más detallado, véase: «External Balance Assessment (EBA) Methodology: Technical Background», *IMF Working Paper*, n.º 13/272, FMI, 2013.

¹⁰ Véase M. Joy, N. Lisack, S. Lloyd, D. Reinhardt, R. Sajedi y S. Whitaker, «Mind the (current account) gap», *Bank of England Financial Stability Paper*, n.º 43, 2018.

¹¹ El Índice de Restricción del Comercio de Servicios de la OCDE proporciona una instantánea de las barreras al comercio de servicios en 22 sectores de 44 países.

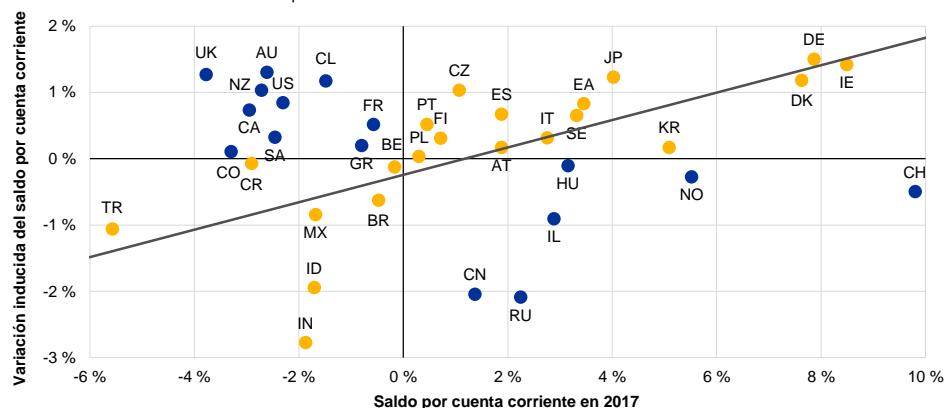
¹² Debido a las restricciones en los datos disponibles, el análisis contrafactual se basa en los valores de 2017 de los indicadores de restricciones del comercio de servicios.

Gráfico C

Efectos en el saldo por cuenta corriente de la liberalización del comercio de servicios, por país

(en porcentaje del PIB)

- Reducción de los desequilibrios
- Acentuación de los desequilibrios



Fuentes: Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI, y cálculos del BCE.

Notas: La variación inducida del saldo por cuenta corriente (eje de ordenadas) se refiere al cambio en los saldos por cuenta corriente tras una liberalización del comercio de servicios, cuando este comercio se liberaliza al nivel del país menos restrictivo, en todos los países. El saldo por cuenta corriente en 2017 (eje de abscisas) se refiere al saldo por cuenta corriente observado en 2017. La línea gris marca la línea de regresión.

Sin embargo, el análisis contrafactual también sugiere que, en el caso de un gran número de países, una reducción de las restricciones al comercio de servicios no atenuaría los desequilibrios por cuenta corriente, sino que de hecho los incrementaría aún más (véase gráfico C)¹³. En particular, la

liberalización del comercio de servicios en este análisis contrafactual elevaría los saldos por cuenta corriente de algunos países que ya arrojan superávits, como Alemania y Japón, y acentuaría los déficits preexistentes en muchas economías emergentes. La explicación de esta conclusión es que, en general, las economías avanzadas ya han liberalizado el comercio de servicios sustancialmente, mientras que las economías emergentes tienden a tener más restricciones. Por tanto, las economías avanzadas obtendrían acceso a un número de nuevos mercados de exportación relativamente mayor que las economías emergentes, mejorando así sus saldos comerciales de servicios y empeorando los de las economías emergentes.

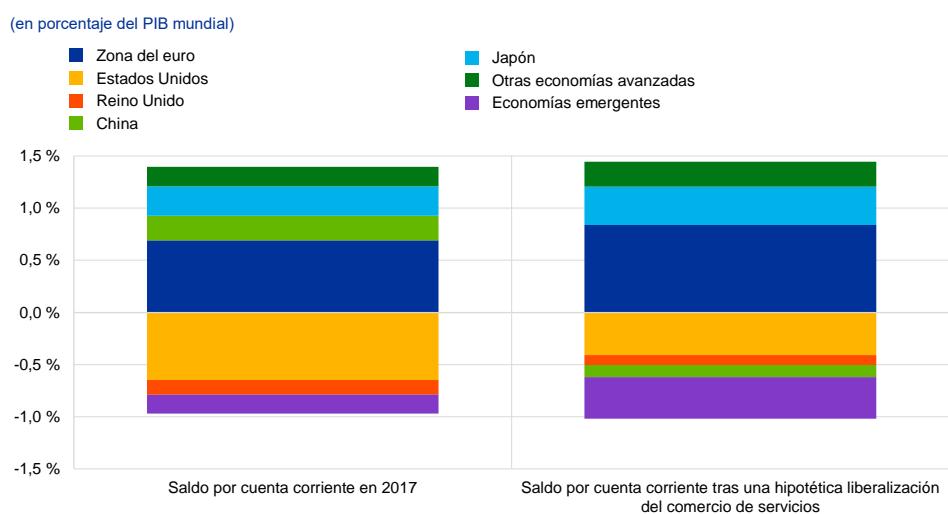
En definitiva, el análisis contrafactual sugiere que, mientras que la concentración de los desequilibrios por cuenta corriente de los países se reduciría, la magnitud de los desequilibrios globales permanecería básicamente sin cambios en términos generales (véase gráfico D). El índice de Hirschman-Herfindahl de concentración de los desequilibrios —especialmente, déficits— por cuenta corriente de los países medidos en porcentaje del PIB mundial se reduce un 25 %, mientras que las magnitudes de los superávits y déficits

¹³ Estas conclusiones son acordes con evidencia empírica reciente que pone de relieve el frágil vínculo entre las barreras comerciales y los saldos por cuenta corriente; véanse, por ejemplo: *Effective Trade Costs and the Current Account: An Empirical Analysis*, FMI, 2019, o *External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions*, FMI, 2018.

acumulados se mantienen esencialmente inalteradas¹⁴. Por ejemplo, como se menciona anteriormente, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, que supone una gran proporción de los déficits por cuenta corriente acumulados globales, se reduciría y —dado que la magnitud total de los déficits por cuenta corriente se mantiene sin cambios en el análisis contrafactual— se redistribuiría entre un número mayor de países.

Gráfico D

Saldos totales por cuenta corriente antes y después de la liberalización de los servicios



Fuentes: Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI, y cálculos del BCE.

Notas: La variación inducida del saldo por cuenta corriente corresponde a un escenario en el que el comercio de servicios se liberaliza al nivel del país menos restrictivo en la muestra de todos los países. «PIB mundial» se refiere al PIB agregado de los 37 países incluidos en la muestra.

Mientras que el análisis de los desequilibrios de flujos que se presenta en este recuadro ofrece una perspectiva sobre el debate de los desequilibrios globales, una evaluación exhaustiva de los efectos de la liberalización del comercio de servicios también tendría que incluir un análisis de los desequilibrios de stocks. Por ejemplo, el cambio del saldo por cuenta corriente de una economía de una posición de equilibrio a superávit después de la liberalización del comercio de servicios puede ser estabilizador, pero eleva el desequilibrio por cuenta corriente cuando la economía presenta abultados stocks iniciales de deuda externa. Este podría ser un elemento importante para evaluar los efectos de la liberalización del comercio de servicios, pues, pese a la compresión de los desequilibrios de flujos, los desequilibrios de stocks han seguido ampliándose desde la crisis financiera mundial. Otra salvedad es que con el aumento de las multinacionales resulta cada vez más difícil medir e interpretar los desequilibrios por cuenta corriente¹⁵.

¹⁴ El índice de Hirschman-Herfindahl se define como la suma de los cuadrados de las cuotas. En el contexto de este recuadro se define como la suma de los cuadrados de los desequilibrios por cuenta corriente en relación con el PIB mundial. Si un número reducido de entidades acumulan la mayor parte del total, entonces el índice tiene un valor elevado, lo que refleja una mayor concentración.

¹⁵ Véase, por ejemplo, *External Sector Report*, Fondo Monetario Internacional, 2019.

En resumen, la evidencia disponible hasta el momento sugiere que, aunque la liberalización del comercio de servicios puede favorecer en mayor medida la prosperidad económica mundial y atenuar los desequilibrios en algunas economías importantes, no debería esperarse que redujera significativamente los desequilibrios de flujos a nivel global, ni siquiera de forma temporal.

Aunque la liberalización del comercio de servicios podría reducir los desequilibrios por cuenta corriente temporalmente en algunos países, la evidencia disponible también indica que los desequilibrios globales no disminuirían de manera considerable.

3

El papel de las entidades de propósito especial en la inversión extranjera directa de la zona del euro desde 2018

Virginia di Nino

En 2018 se produjo una reversión de los flujos brutos de inversión extranjera directa (IED) de la zona del euro por primera vez desde la introducción del euro¹⁶. Los flujos de pasivos y de activos de IED han experimentado una contracción desde principios de 2016, cuando los flujos brutos representaban alrededor del 9 % del PIB de la zona del euro (véase gráfico A)¹⁷. En 2018, los flujos de pasivos de IED pasaron a ser positivos, lo que sugiere que matrices extranjeras ubicadas fuera de la zona del euro o filiales residentes en la zona efectuaron desinversiones, y posteriormente los flujos de activos de IED se tornaron negativos, lo que indica una reducción de las inversiones de las matrices residentes en la zona del euro o de las filiales extranjeras radicadas fuera de la zona. Es importante realizar un seguimiento de la dinámica de los flujos brutos porque pueden señalar cambios en las condiciones en los mercados internacionales¹⁸. Como otras economías desarrolladas, la zona del euro suele ser prestamista neto frente al exterior y, pese a la reversión de los flujos brutos, en 2018 registró salidas netas de IED (flujos brutos de activos menos flujos brutos de pasivos) dentro de sus niveles históricos. La reversión de los flujos brutos de IED acumulados continuó a principios de 2019, pero puede que estén empezando a normalizarse. La recuperación de los flujos brutos de pasivos observada recientemente se ha plasmado en entradas netas de capital en la zona del euro, aunque es probable que esta recuperación sea transitoria.

¹⁶ En este recuadro se considera la evidencia obtenida de la suma de cuatro trimestres de los flujos de IED. El análisis de sumas o de la evolución media es una práctica habitual porque suavizan parte de la volatilidad de los datos de alta frecuencia sobre la IED. También se ha examinado la evolución de los datos trimestrales, y las principales conclusiones siguen siendo válidas desde el punto de vista cualitativo.

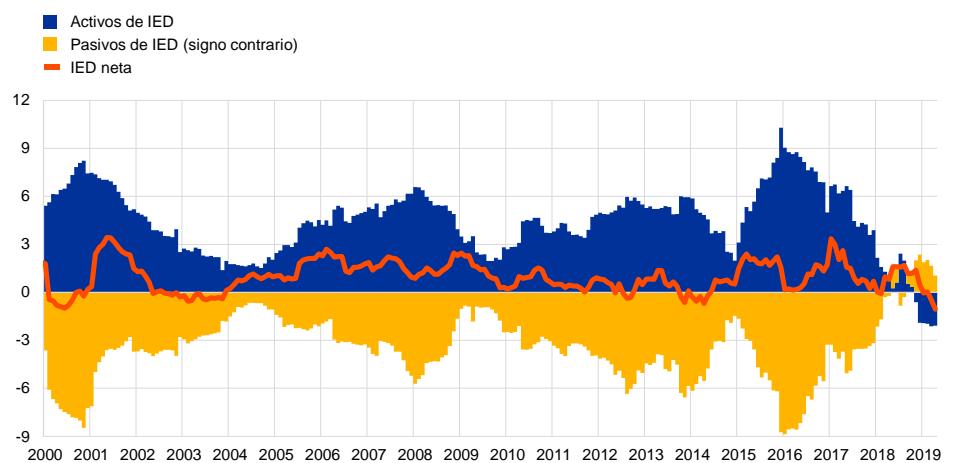
¹⁷ Desde el punto de vista de los activos o los pasivos, la inversión directa se clasifica en función de si está relacionada con un activo o con un pasivo para el país que elabora las estadísticas. Por ejemplo, los pasivos de un país incluyen las inversiones de matrices extranjeras en participaciones en el capital de filiales residentes en ese país porque esas inversiones representan derechos de no residentes sobre los activos en el país declarante. Sobre la misma base, en la elaboración de las estadísticas sobre IED, las matrices residentes en un país de la zona del euro y que invierten en deuda emitida por sus filiales residentes fuera de la zona son activos para la zona del euro. Véase «[Implementing the latest international standards for compiling foreign direct investment statistics: Asset/liability versus directional presentation](#)», OCDE, diciembre de 2014.

¹⁸ Existe una amplia literatura que ha demostrado que determinadas características del país receptor, como el tamaño, la productividad y la dinámica de crecimiento económico, los lazos culturales y coloniales, así como la distancia y la calidad de las instituciones, son importantes factores determinantes de la IED neta. Del mismo modo, otra corriente de la literatura ha puesto de manifiesto que la IED es importante para la productividad y el crecimiento económico de los países emergentes. Por otra parte, una interrupción de los flujos brutos de capital, tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas, puede preceder al inicio de una crisis financiera. Este fue el caso del estallido de la «burbuja tecnológica» en 2001, de la crisis financiera global de 2008 y de la crisis de la deuda europea en 2012.

Gráfico A

Inversión extranjera directa de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; suma móvil de doce meses)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La IED neta es la diferencia entre los activos brutos y los pasivos brutos; los valores positivos representan salidas netas de capital, y los negativos, entradas netas de capital. La última observación corresponde a abril de 2019.

En cuanto a la composición geográfica, la mayor parte de la reversión de los flujos brutos de pasivos registrada en 2018 tuvo su origen en Luxemburgo y en los Países Bajos, aunque la contribución de Irlanda y de Bélgica también fue significativa¹⁹. El desglose por destino indica que el retroceso observado reflejó una reversión de los pasivos de Luxemburgo, los Países Bajos y, en menor medida, de Irlanda y Bélgica. Por el contrario, los demás países de la zona del euro continuaron atrayendo IED en 2018 y en el primer trimestre de 2019 (véase el panel a del gráfico B).

¹⁹ El análisis se centra en los pasivos/entradas, ya que fueron los que provocaron la reversión de flujos, aunque las conclusiones no cambiarían si se analizaran los activos.

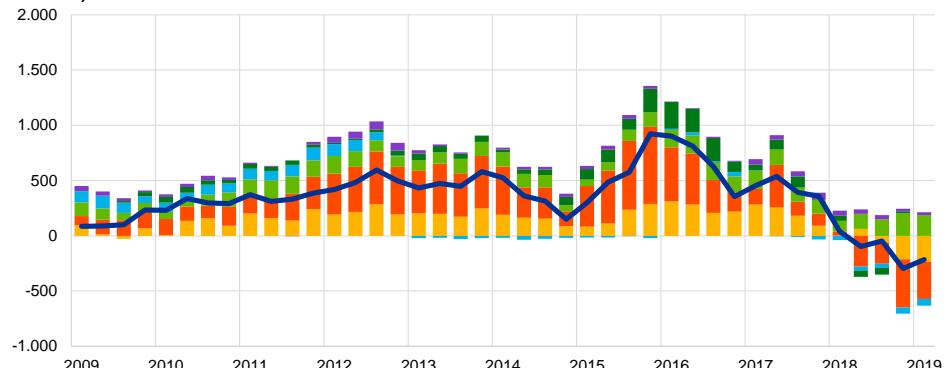
Gráfico B

Operaciones de inversión extranjera directa de la zona del euro, por países

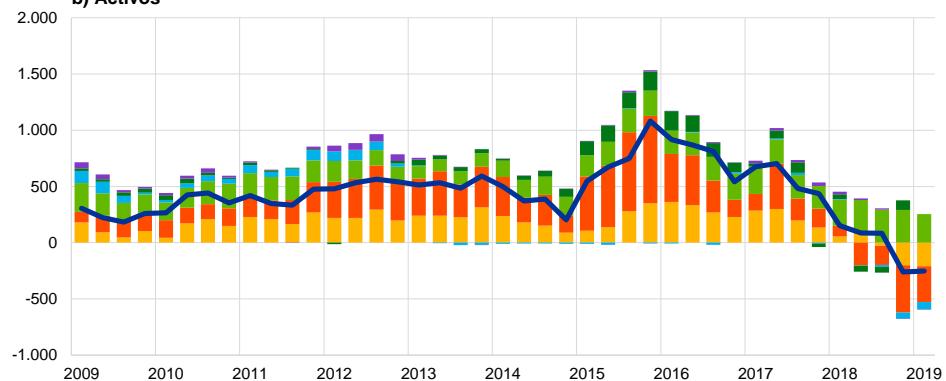
(mm de euros, suma móvil de cuatro trimestres)

- Fuerza de la zona del euro
- Países Bajos
- Luxemburgo
- Alemania – Francia – Italia – España
- Bélgica
- Irlanda
- Otros

a) Pasivos



b) Activos



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Operaciones de IED de países de la zona del euro frente a países pertenecientes y no pertenecientes a la zona. «Otros» se refiere a los países de la zona del euro que no figuran en el gráfico. La línea «Fuerza de la zona del euro» se refiere al total de operaciones frente a contrapartes de fuera de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019 y al cuarto trimestre de 2018 para Irlanda.

El desglose geográfico sugiere que las operaciones de las entidades de propósito especial (EPE)²⁰ constituidas por empresas multinacionales pueden

²⁰ Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), una entidad de propósito especial residente en una economía es una entidad jurídica formalmente registrada o constituida, reconocida como una unidad institucional, sin empleados o con cinco empleados como máximo, con ninguna o escasa presencia física y ninguna o escasa producción física en la economía en la que está establecida. Estas entidades están controladas directa o indirectamente por no residentes y se constituyen para obtener ventajas específicas en la jurisdicción de acogida, con el objetivo de: i) dar acceso a su propietario o propietarios a los mercados de capitales o a servicios financieros sofisticados, o ii) proteger al propietario o propietarios de riesgos financieros, o iii) reducir la carga regulatoria e impositiva, o iv) proteger la confidencialidad de sus operaciones y del propietario o propietarios. Las entidades de propósito especial operan casi exclusivamente con no residentes, y gran parte de su balance financiero suele consistir en activos y pasivos transfronterizos (extracto del informe [Final Report of the IMF Task Force on Special Purpose Entities](#), Fondo Monetario Internacional, octubre de 2018). El papel de estas entidades se considera en literatura reciente, por ejemplo en O. Blanchard y J. Acalin, «What does measured FDI actually measure?», PIEE Policy Brief, 2016; K. Dellis, D. Sondermann e I. Vaanstenkiste, «Determinants of FDI inflows in advanced economies: Does the quality of economic structures matter?», Working Paper Series, n.º 2066, BCE, Fráncfort del Meno, mayo de 2017; P. Lane y G. M. Milesi-Ferretti, «International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis», IMF Working Paper 17/115, Fondo Monetario Internacional, 2017.

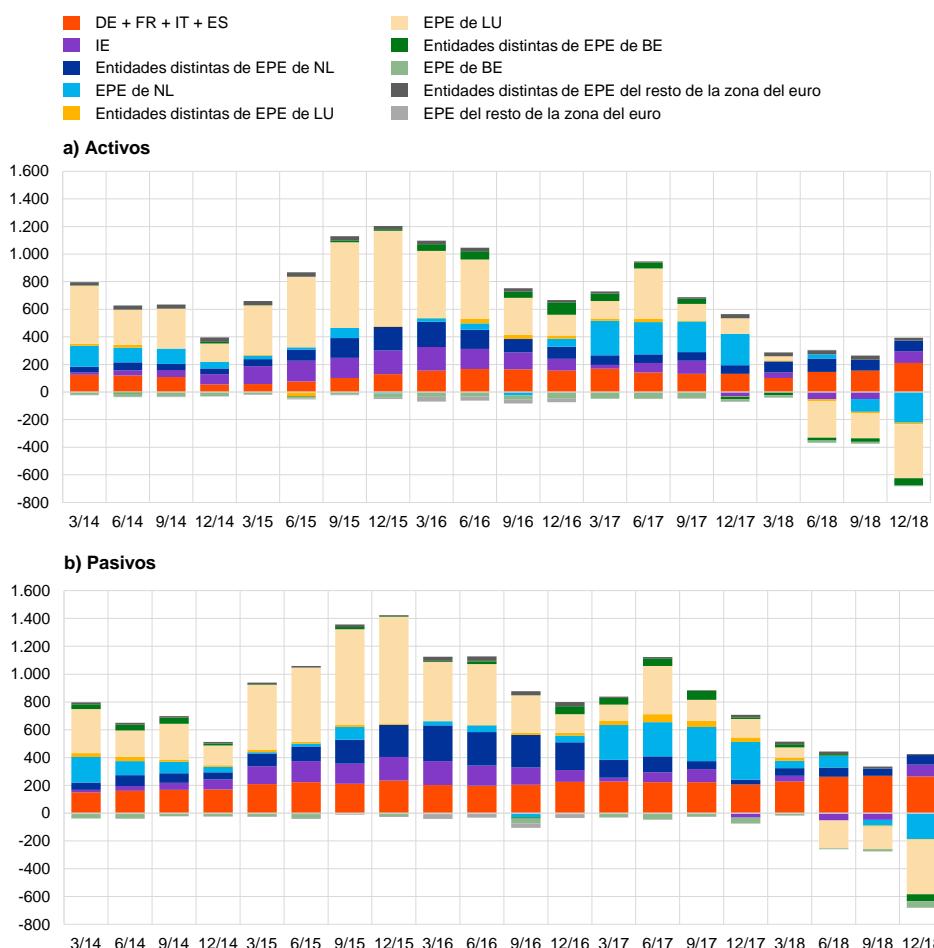
haber desempeñado un papel importante en el retroceso de los flujos brutos de IED (véase gráfico C). Las EPE no suelen realizar operaciones convencionales de IED, como fusiones y adquisiciones o nuevos proyectos de inversión (*greenfield investments*), sino que canalizan flujos de capitales. Por tanto, las fusiones y adquisiciones en las que participan países de la zona del euro tienden a generar flujos financieros que pasan por las economías que acogen a un número elevado de EPE. En la zona del euro, estas entidades están ubicadas principalmente en Luxemburgo, Países Bajos, Irlanda y Bélgica. Como las EPE actúan como vehículos de inversión, los países en los que están ubicadas se convierten en economías de tránsito para este tipo de operaciones y el destino final de las inversiones extranjeras es otro lugar. La IED de tránsito tiene dos efectos principales en los países en los que las operaciones de las EPE se plasman en movimientos de capital: suele inflar los flujos brutos y amplifica el volumen de flujos de activos y de pasivos. El episodio de reversión parece estar estrechamente relacionado con la IED de tránsito, por dos motivos: i) los flujos brutos de activos también se vieron considerablemente afectados y experimentaron un retroceso (véase el panel b del gráfico B)²¹, y ii) las cuatro economías de mayor tamaño de la zona del euro (Alemania, Francia, Italia y España) —en las que los flujos de entrada de inversión directa habitualmente solo se destinan a financiar la actividad real y los regímenes del impuesto de sociedades no propician la creación de estructuras societarias como las EPE— no experimentaron una disminución reseñable de los flujos brutos y netos de IED (véanse gráficos B y C).

²¹ El FMI distingue entre paraísos fiscales y países con una actividad económica real considerable que también acogen a un número elevado de filiales extranjeras y EPE. Estos «países canalizadores de fondos» (*conduit countries*) ofrecen un régimen fiscal y de inversiones que favorece las inversiones del exterior, convirtiéndolos en los lugares preferidos por las multinacionales para establecer sus filiales en el extranjero y redirigir sus beneficios desde las economías con una fiscalidad «más dura» en las que se originaron los beneficios. En la literatura se ha argumentado que, en los países canalizadores de fondos, la IED que está relacionada con la actividad de las EPE debería considerarse renta sujeta a tributación en el país en el que se haya generado. Por este motivo, los flujos de las EPE se utilizan para ampliar la matriz de inversiones *offshore* y se incluyen en la estimación de la erosión de la base imponible. Esta erosión se calcula a partir de la IED en países con una actividad económica similar y del porcentaje de EPE en relación con los saldos totales de IED. Véase R. Bolwijn, B. Casella y D. Rigo, «[An FDI-driven approach to measuring the scale and economic impact of BEPS](#)», *Transnational Corporations*, vol. 25, n.º 2, 2018, pp. 107-144.

Gráfico C

Operaciones de inversión extranjera directa de la zona del euro por EPE residentes y por entidades distintas de EPE residentes

(mm de euros, suma móvil de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las operaciones de IED de EPE residentes y de entidades distintas de EPE residentes según el principio activos/pasivos para los países para los que se dispone de un desglose para los dos tipos de entidades (Países Bajos [NL], Luxemburgo [LU] y Bélgica [BE]). Este desglose no está disponible para Irlanda (IE), pese al elevado número de EPE que operan en el país. En Alemania (DE), Francia (FR), Italia (IT) y España (ES), los flujos de IED de las EPE no se declaran por separado, dada la limitada actividad del número relativamente reducido de estas entidades que operan en estos países. «Resto de la zona del euro» incluye a todos los países de la zona del euro, excepto Bélgica, Alemania, Estonia, Irlanda, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Eslovaquia. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

Estados Unidos ha sido el país que más ha contribuido a la reversión de los flujos brutos de IED²². La descomposición de los flujos por principales países muestra que Estados Unidos fue el origen de gran parte del episodio de reversión,

²² Véanse «[FDI in Figures](#)», OCDE, abril de 2019, junio 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.

especialmente en lo que respecta a los pasivos²³. Las entradas de fondos en la zona del euro procedentes de centros financieros extraterritoriales (*offshore centres*) y las salidas de la zona hacia estos centros presentan una pauta de desinversión similar tanto en el lado de los activos como en el de los pasivos, con dos diferencias importantes con respecto a Estados Unidos. Las desinversiones no comenzaron hasta la segunda parte de 2018 y fueron más acusadas en el caso de los activos, lo que en el caso de la zona del euro se plasmó en entradas netas de IED de centros financieros extraterritoriales y salidas netas de IED a Estados Unidos. Una justificación habitual de estos movimientos de capital es que algunas medidas de la reforma del impuesto sobre sociedades en Estados Unidos²⁴ pueden haber sido un factor determinante de los flujos brutos con destino y origen en la zona del euro²⁵. Los flujos de pasivos y de activos de centros financieros extraterritoriales con destino y origen en la zona del euro también pueden haberse visto afectados, ya que suelen reflejar la actividad de las entidades intermediarias residentes en los países donde están ubicados estos centros, cuyas operaciones compensan parte de las salidas de Estados Unidos.

La repatriación de beneficios obtenidos en el exterior por parte de multinacionales estadounidenses influyó principalmente en los flujos de IED hacia Europa, mientras que las economías en desarrollo (excluidos los centros financieros extraterritoriales) apenas se han visto afectadas (véase gráfico D)²⁶. Diversos factores han contribuido al comportamiento asimétrico de las multinacionales estadounidenses. En primer lugar, Europa sigue siendo la principal receptora de fondos procedentes de Estados Unidos. Al mismo tiempo, las fusiones y adquisiciones fueron el destino de la mayor parte (alrededor del 70 %) del total de flujos brutos de entrada y de salida de IED de la zona del euro, pero solo de una proporción menor de los flujos brutos de entrada y de salida de IED de las

²³ Según el Bureau of Economic Analysis (BEA), la repatriación de beneficios ascendió a unos 300 mm de dólares estadounidenses en el primer trimestre de 2018 y a unos 170 mm de dólares en el segundo trimestre. Véase el recuadro titulado «Effects of the 2017 Tax Cuts and Jobs Act on Components of the International Transactions Accounts» en *US International Transactions Third Quarter 2018*, Bureau of Economic Analysis, diciembre de 2018. Según la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés), estos importes corresponden principalmente a la contracción de los flujos de pasivos entre Europa y Estados Unidos. Véase «Global foreign investment flows dip to lowest levels in a decade», *Global Investment Trends Monitor*, n.º 31, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, enero de 2019.

²⁴ La reforma del impuesto sobre sociedades en Estados Unidos, firmada por el presidente Donald Trump el 22 de diciembre de 2017, crea incentivos para la repatriación de beneficios obtenidos por las multinacionales estadounidenses en el extranjero debido al cambio de un sistema mundial del impuesto sobre sociedades a un régimen fiscal territorial. Como consecuencia de la reforma, los beneficios de filiales extranjeras repatriados por multinacionales estadounidenses ya no están, en principio, sujetos a impuestos en Estados Unidos, sino a un impuesto de repatriación extraordinario de carácter obligatorio. Además, la reforma ha aumentado el atractivo fiscal de Estados Unidos con respecto a Europa (a través de una reducción del tipo impositivo del impuesto sobre sociedades y un régimen de deducciones fiscales a las nuevas inversiones más favorable) y ha introducido nuevas medidas para evitar la erosión de la base fiscal. Véase el recuadro titulado «El impacto macroeconómico de la reforma fiscal en Estados Unidos», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2018.

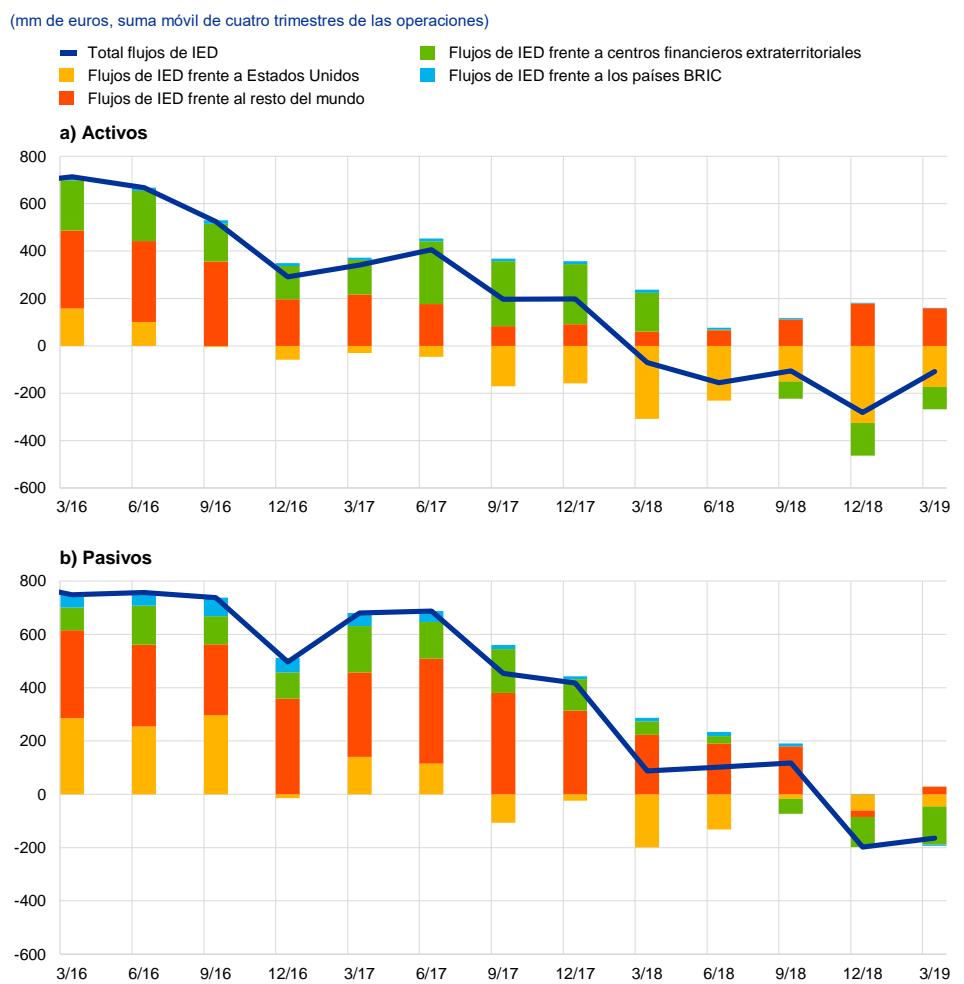
²⁵ Véase L. De Simone, J. D. Piotroski y E. R. Tomy, «Repatriation Taxes and Foreign Cash Holdings: The Impact of Anticipated Tax Reform», *Review of Financial Studies*, noviembre de 2018, para conocer un análisis empírico y los posibles efectos de la reciente reforma del impuesto sobre sociedades en Estados Unidos.

²⁶ Para un análisis detallado de los flujos brutos de entrada y de salida por principales regiones, véase «*World Investment Report 2019*», Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, junio de 2019. Estos flujos se incrementaron en Asia y en África, mientras que la disminución observada en las economías en transición y en América Latina se asocia a las condiciones económicas de las economías más importantes de estas regiones.

economías emergentes (en torno al 20 % y al 30 %, respectivamente). Sin embargo, los nuevos proyectos de inversión predominan en las economías en desarrollo. El desglose de la inversión por tipo de instrumento financiero muestra que las EPE han sido las que más han contribuido a la reversión de los flujos de IED a través de desinversiones de valores de renta variable en la zona del euro, mientras que los beneficios reinvertidos no se vieron afectados. Las operaciones de IED materializadas en adquisiciones de valores de renta fija resultaron afectadas, aunque en menor medida, ya que los volúmenes de flujos brutos de IED destinada a valores de renta fija en los países afectados (Luxemburgo, Países Bajos, Bélgica e Irlanda) suelen ser menores que los flujos brutos de IED en renta variable. Por consiguiente, es probable que las diferencias en la composición de los flujos de IED hayan limitado las oportunidades de las multinacionales estadounidenses para realizar este tipo de operaciones en la misma medida en las economías emergentes.

Gráfico D

Desglose de los flujos de inversión extranjera directa de la zona del euro por país de contrapartida: Estados Unidos, centros financieros extraterritoriales, países BRIC y resto del mundo



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: «Resto del mundo» incluye a todos los países, excepto Estados Unidos, los centros financieros extraterritoriales y el grupo de países BRIC, integrado por Brasil, Rusia, India y China. La última observación corresponde al primer trimestre de 2019.

Las inversiones revertidas representaron menos de una tercera parte del retroceso total de la IED. Los flujos de IED pueden clasificarse en función del principio del balance (es decir, activos/pasivos) o del principio direccional (esto es, flujos de entrada/flujos de salida)²⁷. Una diferencia importante entre los dos enfoques de presentación de información es que la medida activos/pasivos se ajusta deduciendo los flujos de inversión revertida dentro de un grupo y entre empresas emparentadas (*fellow enterprises*) para obtener estadísticas de entradas y salidas de IED²⁸. La medida de la inversión revertida es, por consiguiente, la diferencia entre los dos enfoques y puede calcularse del mismo modo para los pasivos y para los activos. Un cambio en esta medida puede señalar que las matrices estadounidenses realizaron desinversiones o repatriaron beneficios a través de sus empresas filiales-emparentadas residentes en la zona del euro. No obstante, también puede indicar que las matrices de la zona del euro repatriaron beneficios de sus empresas filiales-emparentadas residentes en Estados Unidos o desinvirtieron en el país²⁹. Teniendo en cuenta estas definiciones, aproximadamente una tercera parte de la contracción de los flujos brutos de pasivos de IED observada en la zona del euro en 2018 se debió a las inversiones revertidas³⁰.

En conclusión, el episodio de reversión de los flujos brutos de IED en la zona del euro parece haber estado relacionado principalmente con la actividad de las EPE. Al separar los flujos relacionados con las EPE de los de otras empresas residentes³¹, parece que las primeras son las únicas responsables de la contracción observada en términos agregados en los flujos de pasivos de IED en la zona del euro (véase gráfico C). Según parece, las fusiones y adquisiciones y los nuevos

²⁷ El principio activos/pasivos indica si las inversiones están relacionadas con un activo o un pasivo para el país declarante, mientras que la presentación de información con arreglo al principio direccional organiza los flujos en función de la dirección de la inversión para la economía declarante (salidas frente a entradas). Los datos de IED basados en el principio direccional solo están disponibles con periodicidad trimestral desde 2013.

²⁸ Las inversiones revertidas consisten: i) por el lado del pasivo, en adquisiciones de participaciones en el capital de matrices extranjeras por parte de filiales residentes y en créditos concedidos a las matrices por dichas filiales, y ii) por el lado del activo, en participaciones en el capital de matrices residentes por filiales extranjeras y en créditos concedidos a las matrices por dichas filiales. Actualmente se utiliza una medida amplia de la inversión revertida, que incluye también los denominados «flujos entre empresas emparentadas», es decir, los flujos entre empresas que no tienen una relación de inversión directa pero sí un inversor directo en común; estas empresas se denominan «empresas emparentadas».

²⁹ Las operaciones entre empresas emparentadas se incluyen ahora en las estadísticas de IED tras la adopción por el FMI de la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI (BMP6), ya que probablemente sean resultado de la influencia del inversor directo común.

³⁰ En Luxemburgo, que es el origen de la mayor parte del retroceso observado, las inversiones revertidas representan alrededor del 34 % de la reversión observada en los pasivos brutos al final de 2018. En Bélgica, estas inversiones son el único motivo de la reducción de los pasivos. En cambio, las desinversiones de los Países Bajos y de Irlanda estuvieron determinadas exclusivamente por la caída de las entradas de inversiones, sin que se disponga de evidencia significativa de operaciones con participaciones en el capital y operaciones de préstamo dentro de un grupo o entre empresas emparentadas.

³¹ No se dispone del desglose de los activos y pasivos de IED de las EPE para Irlanda. Sin embargo, se puede considerar que la intensa correlación positiva (0,94) entre los flujos de pasivos de las EPE y los flujos de entrada de IED también es válida para este país. Esta regularidad estadística, que se obtiene de una regresión de panel de datos de Luxemburgo, Países Bajos y Bélgica, resulta ser bastante estable en el tiempo y cuando se calcula para un subgrupo de países. De este modo se obtiene una herramienta útil para realizar una estimación aproximada de los flujos de las EPE para los países que actualmente no presentan el desglose, siempre que se disponga de estadísticas de flujos de entrada y de salida. La actividad de otras entidades solo está relacionada marginalmente con las inversiones revertidas y de entrada. Por último, los flujos brutos de pasivos de otras entidades residentes y de entidades de propósito especial y las inversiones revertidas y de entrada no están relacionados.

proyectos de inversión mantuvieron su capacidad de resistencia en 2018, lo que sugiere que es poco probable que estos flujos hayan repercutido negativamente en la actividad real hasta ahora. No obstante, aunque puede que la situación se normalice en el futuro, todavía es demasiado pronto para valorar los posibles efectos de la IED de tránsito en la actividad real de la zona del euro a más largo plazo.

4

Fuentes de incertidumbre sobre las políticas económicas en la zona del euro: un enfoque basado en el aprendizaje automático

Andrés Azqueta-Gavaldón, Dominik Hirschbühl, Luca Onorante y Lorena Saiz

La incertidumbre global acerca de las políticas ha aumentado y sigue siendo relativamente elevada. La incertidumbre en torno a los conflictos comerciales globales, los retos económicos que plantea el cambio climático y factores geopolíticos están contribuyendo a incrementar la incertidumbre relacionada con las políticas en Europa. Comprender las fuentes y la dinámica de la incertidumbre que afecta a la economía es importante para los responsables de la elaboración de políticas, incluidos los bancos centrales. Las empresas son particularmente sensibles a la incertidumbre cuando toman sus decisiones de inversión³². Para responder a perturbaciones relacionadas con la incertidumbre, pueden reducir la inversión, las contrataciones o los pedidos de intermediarios extranjeros, lo que se traduciría en una desaceleración del comercio y de la inversión agregada. A su vez, los consumidores pueden reaccionar al incremento de la incertidumbre aplazando el consumo y aumentando el ahorro por motivo de precaución —como se reflejó en la mayor tasa de ahorro de los hogares en 2018—, lo que puede dar lugar a una contracción del comercio internacional y de la actividad económica interna³³.

En este recuadro se presenta un indicador de los niveles de incertidumbre sobre las políticas económicas que resulta de aplicar técnicas de aprendizaje automático (*machine learning*) no supervisado a artículos de periódicos.

Aunque recientemente se ha observado un incremento de las métricas utilizadas para medir la incertidumbre, las técnicas convencionales no reflejan en su totalidad las características específicas de cada país. El índice de incertidumbre sobre las políticas económicas desarrollado por Baker, Bloom y Davis (2016)³⁴ («BBD») se elabora contando el número de artículos de prensa sobre temas relativos a la incertidumbre acerca de las políticas mediante el uso de una lista de palabras clave. Sin embargo, con este método no se identifican los componentes individuales de esta incertidumbre, dado que con la lista de palabras clave se recuperan todos los artículos, con independencia de la fuente específica de la incertidumbre (es decir, la relacionada con la política fiscal, monetaria o comercial). Para profundizar en las distintas fuentes de incertidumbre se utiliza el enfoque descrito en Azqueta-

³² Véase H. Gulen y M. Ion, «[Policy Uncertainty and Corporate Investment](#)», *The Review of Financial Studies*, vol. 29(3), 2016, pp. 523-564.

³³ Véanse K. Handley y N. Limão, «[Trade and Investment under Policy Uncertainty: Theory and Firm Evidence](#)», *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 7(4), 2015, pp. 189-222, y el artículo titulado «[The impact of uncertainty on activity in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016.

³⁴ Véase S. Baker, N. Bloom y S. Davis, «[Measuring Economic Policy Uncertainty](#)», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, 2016, pp. 1593-1636.

Gavaldón (2017a, 2017b)³⁵, que aplica un algoritmo de aprendizaje automático (la asignación latente de Dirichlet, o «LDA», por sus siglas en inglés)³⁶ a todos los artículos periodísticos que contienen palabras relacionadas con «economía» e «incertidumbre»³⁷. La LDA es una técnica no supervisada, en el sentido de que el algoritmo infiere las áreas temáticas del conjunto de documentos sin ningún tipo de etiquetado previo de los artículos o entrenamiento del modelo antes de clasificar los artículos. La LDA consiste en analizar una serie de documentos y asignar palabras a temas en función de la frecuencia con la que aparecen juntas en el mismo documento. Dicho de otro modo, un tema es un conjunto de palabras relacionadas que aparecen juntas a menudo. Cada documento, a su vez, puede representarse como una «combinación de temas», donde los temas son los definidos por la asignación de palabras³⁸. La técnica que aplica el algoritmo LDA es más sólida que otras porque no depende de la elección previa de palabras clave concretas. Además, las palabras que aparecen juntas con frecuencia en un documento se asignan al mismo tema, por lo que los resultados de la LDA son más intuitivos que los obtenidos con técnicas similares. La única decisión que debe tomar el responsable de la modelización es el número de temas en el que se va a dividir el corpus de documentos.

Los temas delimitados por la LDA definen los subcomponentes de la incertidumbre sobre las políticas de manera intuitiva, con independencia del idioma. El algoritmo de la LDA se aplicó a un total de 171.107 artículos recopilados de los periódicos más populares de Alemania, Francia, Italia y España durante el período comprendido entre enero de 2000 y mayo de 2019. En el cuadro A figuran las palabras más representativas por categoría extraídas por el algoritmo para cada país. Como puede apreciarse, las listas de palabras que forman cada tema parecen coherentes en el sentido de que no resulta difícil deducir el tema a partir de las palabras, incluso en distintos idiomas. Una de las limitaciones de esta técnica de análisis de la LDA es el uso de un algoritmo estático, es decir, las palabras seleccionadas son las mismas durante todo el período de la muestra³⁹.

La serie del índice de incertidumbre sobre las políticas económicas elaborado mediante técnicas de aprendizaje automático no supervisado LDA se parece mucho a la serie del índice BBD de la zona del euro, aunque los niveles de

³⁵ Véanse A. Azqueta-Gavaldón, «[Developing news-based Economic Policy Uncertainty index with unsupervised machine learning](#)», *Economics Letters*, vol. 158, 2017a, pp. 47-50, y A. Azqueta-Gavaldón, «[Financial investment and economic policy uncertainty in the UK](#)», actas de la Primera Conferencia Internacional sobre Internet de las Cosas y Aprendizaje Automático (IML 2017), 2017b.

³⁶ Véase D. M. Blei, A. Y. Ng y M. I. Jordan, «[Latent Dirichlet Allocation](#)», *Journal of Machine Learning Research*, vol. 3, 2003, pp. 993-1022.

³⁷ Para encontrar palabras relacionadas con «incertidumbre» y «economía» se utilizó el algoritmo word2vec: una red neuronal de dos capas para analizar texto que convierte cada palabra en un vector. A continuación, en el espacio vectorial se seleccionan las palabras más parecidas a «incertidumbre» y «economía». Véase T. Mikolov, I. Sutskever, K. Chen, G. S. Corrado y J. Dean, «[Distributed Representations of Words and Phrases and their Compositionality](#)», en C. J. C. Burges, L. Bottou, M. Welling, Z. Ghahramani y K. Q. Weinberger (eds.), *Advances in Neural Information Processing Systems 26 (NIPS 2013)*, 2013, pp. 3111-3119.

³⁸ La distribución previa de la ponderación de cada tema en un documento y de la probabilidad de que cada palabra sea asignada a un tema se basa en una distribución de probabilidad de Dirichlet.

³⁹ Como el conjunto de palabras que definen un tema puede cambiar con el tiempo, sería más adecuado el uso de un algoritmo dinámico en la LDA para clasificar la nueva información (es decir, futuros artículos periodísticos).

algunos máximos varían. Para validar este método, en el gráfico A se compara el índice agregado de incertidumbre en la zona del euro (que se construye agregando cada categoría de incertidumbre sobre las políticas económicas en cada país)⁴⁰ con el índice BBD. Los índices muestran una correlación estrecha (0,85) y los dos aumentan durante la guerra de Irak (marzo de 2003), la crisis de deuda soberana europea (2010-2014) y el anuncio de los resultados del referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE (Brexit) (junio de 2016). A pesar de las grandes similitudes observadas, el incremento más significativo en el índice BBD se produce durante el mes del referéndum del Brexit (junio de 2016), mientras que en el caso del índice basado en la LDA tiene lugar durante la crisis de la deuda soberana (agosto de 2011).

⁴⁰ Para construir los índices de incertidumbre sobre la política económica de cada país fueron necesarios varios pasos. En primer lugar, cada artículo se etiquetó en función de su tema más representativo (el que más veces aparece en el artículo). En segundo lugar, se realizó un recuento bruto del número de artículos sobre cada tema en cada mes. Dado que el número de artículos no es constante en el tiempo, cada serie temporal sin procesar se dividió por el número total de artículos.

Cuadro A

Palabras más relevantes identificadas por la LDA en cada categoría

Categoría de incertidumbre sobre las políticas económicas	Alemania	Francia	Italia	España
	Artículos = 10.979	Artículos = 31.434	Artículos = 74.144	Artículos = 54.550
Monetaria	ezb, euro, griechenland, europa, draghi, italien, zone, währungsunion, land, mario	taux, économie, euro, monétaire, bce, banque, inflation, baisse, ralentissement, croissance	banca, bce, spread, monetaria, debito, draghi, tassa, centrale, eurozona, titoli, inflazione	tipos, bce, monetaria, inflación, draghi, euro, interés, banco, economía
Fiscal		fiscal, impôt, dépense, finance, budget, milliard, taxe, retrait, déficit, publique, réforme, prélever	fiscale, manovra, bilancio, pubblico, spesa, taglio, deficit, padoan, commissione	gobierno, ley, medidas, pensiones, fiscal, reforma, impuestos, presupuestos
Política	spd, cdu, merkel, koalition, grün, csu, fdp, kanzlerin, schäuble, partei, minister	ministre, président, sarkozy, gouvernement, chef, france, macron, réforme, élysée	renzi, pd, salvini, premier, voto, partito, elettorale, lega, politica, palazzo, presidente, legale	pp, rajoy, psOE, cataluña, partido, elecciones, voto, gobierno, presidente
Geopolítica	russland, russisch, iran, ukraine, putin, sanktion, syrien, israel, rubel, arabisch, krim, irak, barrel, konflikt	militaire, iran, armée, arabe, iranien, syrie, turquie, sécurité, irak, guerre, terrorisme, immigration, migrer, réfugié, russie, ukraine	terrore, libia, siria, iran, arabia, iraq, guerra, militari, russia, cinese, sanzione, jihad, saudita, tunisia, sunnita, curdo	irán, siria, turquía, saudí, guerra, ejército, irak, militar, arabía, refugiados, islámico
Sector manufacturero/comercio	china, usa, global, trump, weltwirtschaft, zoll, strafzoll, iwf, weltweit, import, protektionismus	produit, agriculture, commerce, lait, viande, industriel, exportation, producteur, automobile, véhicule, psa	trump, auto, fiat, diesel, automobilístico, producto, industria, settore, esportazione, competitività, pmi, manifattura, mercato, paese	china, rusia, mundial, pekin, aranceles, comercio, unidos, comerciales, ventas, diésel, fabricantes, seat
Regulación europea	eu, brexit, britisch, london, pfund, austrii, brüssel, binnenmarkt, votum, parlament, kommission	européen, europe, union, ue, brexit, grec, bruxelles, britannique, allemagne, paye, irlande, euro, commission, referendum, zone	europea, ue, germania, tedesco, unione, grecia, merkel, migranti, bruxelles, brexit, voto, referendum, populismo, partito	europea, ue, bruselas, grecia, unión, comisión, comunitario, eurozona, socios, brexit, referéndum
Regulación nacional	arbeit, arbeitnehmer, hartz, iv, arbeitslos, job, rente, einkommen, deutschland, beschäftigt, reform, ausbildung, studium	syndicat, texte, cgt, salarié, syndical, tribunal, juridique, commission, emploi, entreprise, travail, embauche	paga, pensione, gentiloni, università, pdi, scuola, sindacato, contratto, sindacale, lavoro, sentenza, tribunale	justicia, tribunal, supremo, deuda, bancos, crisis, rescate, laboral, sindicatos, ugt, universidades
Energía		énergie, électricité, edf, gaz, nucléaire, pétrolier, baril, réacteur, carbone, alstom	ambientale, carbone, energía, climático, electricidad, inquinante, petrólio, gas, barile, petrolifero	energía, climático, emisiones, carbón, gases, electricidad, contaminación

Fuente: Cálculos del BCE.

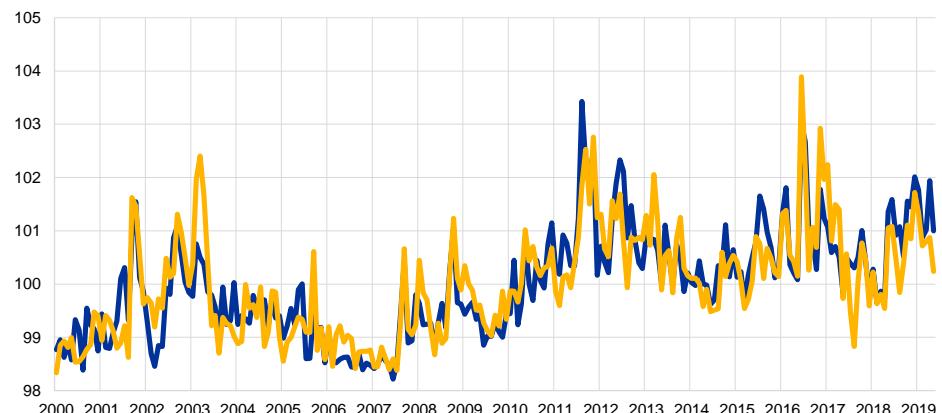
Notas: Antes de aplicar el algoritmo, los artículos fueron preprocesados: se eliminaron las palabras vacías (como, por ejemplo, pronombres, conjunciones o artículos) y la puntuación, cada palabra se cambió a minúsculas y todas las palabras se redujeron a su raíz (método denominado stemming). En este cuadro se muestran las palabras completas, no su raíz.

Gráfico A

Índice de incertidumbre sobre las políticas económicas basado en la LDA e índice BBD

(índice: media = 100)

■ LDA
■ BBD



Fuentes: Sitio web de Economic Policy Uncertainty (www.policyuncertainty.com) y cálculos del BCE.

Notas: El índice de incertidumbre sobre las políticas económicas en la zona del euro basado en la LDA está compuesto por los índices de cuatro países (con la misma ponderación). Cada índice se obtiene del número de artículos periodísticos cuyo tema más representativo es una de las ocho categorías enumeradas en el cuadro A dividido por el número total de artículos que contienen la palabra «*hoy*» (*today, heute, aujourd’hui y oggi*). El índice BBD corresponde al índice medio de incertidumbre sobre las políticas económicas de Alemania, Francia, Italia y España extraído del sitio web de Economic Policy Uncertainty. Cada serie temporal final se normaliza con una media de 100 y una desviación típica.

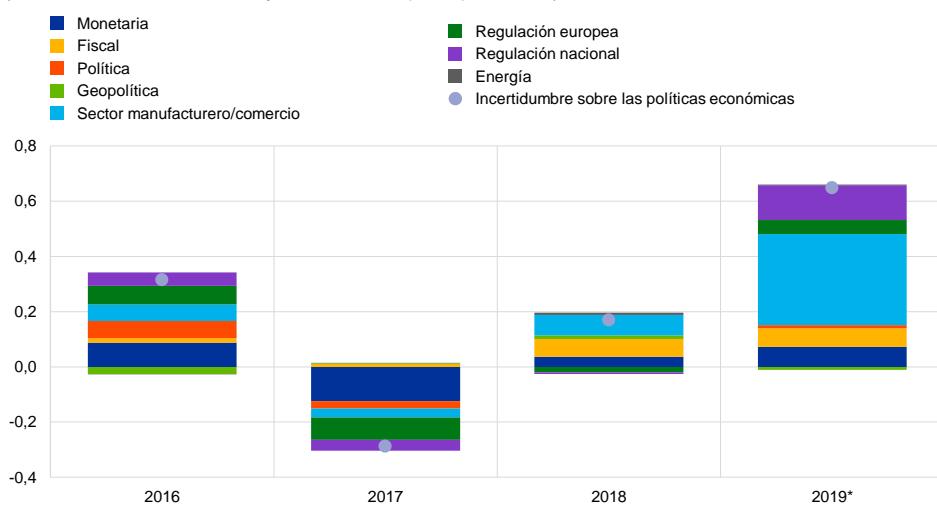
Los subcomponentes del índice sugieren que el comercio, la regulación interna y la política fiscal han sido, desde 2016, las principales fuentes de incertidumbre sobre las políticas (véase gráfico B). La contribución de los componentes individuales de la incertidumbre a la incertidumbre general sobre las políticas económicas ha mostrado un dinamismo considerable desde 2016. En el año del referéndum del Brexit (2016), los principales factores determinantes de la incertidumbre sobre las políticas de la zona del euro estuvieron relacionados con la política monetaria, la regulación europea y el comercio. En cambio, en 2017 la disminución de esta incertidumbre se atribuye a un notable descenso de la relativa a la política monetaria. La última vez que el BCE redujo los tipos de interés fue en 2016, cuando también indicó que los tipos se mantendrían en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado, aclarando así la política futura de tipos de interés para un período de tiempo relativamente largo. Por lo que respecta a 2018 y al período transcurrido de 2019, se observa un aumento sostenido y pronunciado en el índice de incertidumbre sobre las políticas económicas en la zona del euro, motivado en particular por la incertidumbre relacionada con el comercio, pero también, en cierta medida, por la relativa a la regulación interna (como, por ejemplo, los efectos inciertos de la nueva normativa de emisiones) y a la política fiscal (por ejemplo, la aplicación de las reglas presupuestarias de la UE en algunos Estados miembros). Estas incertidumbres parecen reflejar, principalmente: i) los conflictos comerciales internacionales entre Estados Unidos y China, que afectarán probablemente a las exportaciones/importaciones de la zona del euro; ii) la incertidumbre en torno a las negociaciones del Brexit, y iii) las dudas acerca de las políticas internas y fiscales en

algunos países de la zona del euro, y no parece que reflejen la incertidumbre asociada a la ejecución de la política monetaria.

Gráfico B

Contribución por categoría a los cambios en la incertidumbre sobre las políticas económicas en la zona del euro

(tasas de variación media interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: * En 2019 la contribución anual se refiere al período transcurrido entre enero y mayo.

5

Determinantes de la variación de la brecha entre la inflación de los precios de los servicios y la de los precios de los bienes

Luigi Ferrara

La tasa de variación de los precios de los servicios suele ser mucho más elevada que la de los precios de los bienes no energéticos. Esta tendencia no solo ha caracterizado a la economía de la zona del euro en los últimos 20 años, sino que también se ha observado en la economía estadounidense. La diferencia y su variación a lo largo del tiempo, que implica que la velocidad del cambio en los precios relativos no es constante, indican que la evolución de la inflación agregada suele reflejar algo más que un cambio generalizado del poder adquisitivo del dinero. Comprender la naturaleza de las fuerzas de la oferta y la demanda que determinan la evolución de los precios relativos es un elemento importante para el análisis de la inflación. Con este trasfondo, en este recuadro se analizan algunas de las características y causas de la brecha entre la inflación de los precios de los servicios y la de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro⁴¹.

La brecha entre la inflación de los servicios y la de los bienes se ha reducido en el período posterior a la crisis financiera. Desde 1999, la tasa de variación de los precios del componente de servicios del IAPC de la zona del euro se ha situado, en promedio, en el 1,9 %, mientras que la correspondiente a los precios de los bienes industriales no energéticos ha sido de alrededor del 0,6 %. La diferencia entre las dos tasas ha sido positiva en todo momento durante los últimos 20 años (véase gráfico A), pero se redujo desde una media de 1,5 puntos porcentuales en el período 1999-2008 hasta una media de 1 punto porcentual en el período 2008-2019. La reducción de la brecha se debió a que, entre el primer período y el siguiente, la inflación promedio de los servicios registró una caída (del 2,3 % al 1,5 %) más pronunciada que la de los bienes industriales no energéticos (del 0,7 % al 0,5 %). Esta evolución se ha producido en un entorno de demanda diferente en la zona del euro desde la crisis. En economías abiertas, un aumento de la demanda suele ser más favorable para el precio de los servicios no comerciables que para el de los bienes comerciables. Es probable que el descenso observado en la tasa de variación de los precios de los servicios, que fue más acusado que el registrado por la de los bienes industriales no energéticos, haya sido consecuencia, en cierta medida, de la mayor debilidad de la demanda en la zona del euro tras la crisis. Sin embargo, este recuadro se centra en el papel de los costes laborales unitarios y de los precios de importación a la hora de explicar la evolución de la inflación relativa de los servicios y de los bienes industriales no energéticos.

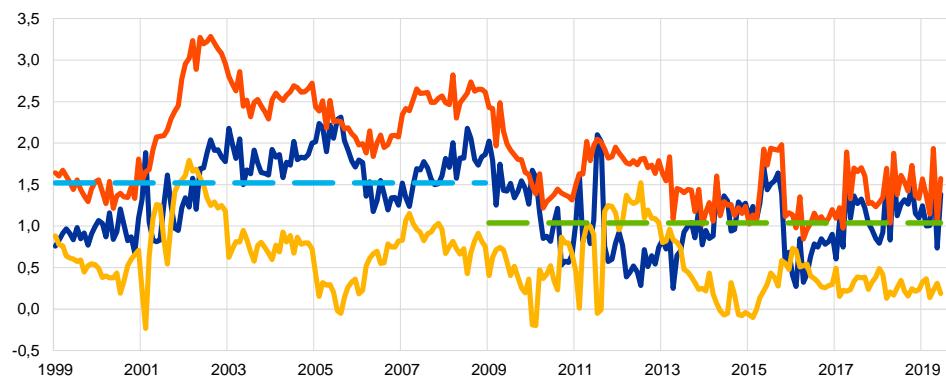
⁴¹ Para un análisis de la brecha de inflación en la zona del euro hasta 2008, véase el recuadro titulado «[¿Por qué la inflación en los servicios es superior a la inflación en los bienes en la zona del euro?](#)», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2009. Este tema también se trata en B. Cœuré, «[The rise of services and the transmission of monetary policy](#)», discurso pronunciado en la XXI Conferencia de Ginebra sobre Economía Mundial, 16 de mayo de 2019.

Gráfico A

Inflación de los precios de los servicios y de los bienes, y brecha entre ambas

(tasas de variación interanual y puntos porcentuales)

- Brecha de inflación de los precios de los servicios/bienes
- Bienes industriales no energéticos
- Servicios
- Brecha de inflación: media 2009-2019
- Brecha de inflación: media 1999-2008



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La brecha de inflación de los precios de los servicios/bienes es la diferencia entre las tasas de variación interanual de los componentes de servicios y de bienes industriales no energéticos del IAPC. El repunte de la inflación de los servicios en 2015 se debe a los cambios en la metodología de Eurostat con respecto al tratamiento de los precios de los paquetes turísticos en Alemania.

El descenso de las tasas de variación de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos es bastante generalizado desde el punto de vista de los subcomponentes. En el gráfico B se muestran, respectivamente, la contribución de cada subcomponente a la inflación de los servicios y de los bienes industriales no energéticos: las variaciones observadas entre el primer y el segundo período reflejan, en gran parte, los cambios en las tasas de inflación y no en las ponderaciones de los componentes⁴². Con la excepción de los servicios de comunicaciones, la contribución de cada subcomponente a la tasa de avance de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos ha sido, en promedio, más baja durante el período posterior a la crisis que en el anterior (véase gráfico B). La menor tasa de inflación media de los servicios de comunicaciones se atribuye, en buena medida, a una tendencia a la baja menos pronunciada del precio de los equipos y servicios de telefonía. Es probable que esta menor tendencia descendente sea reflejo de cierto desvanecimiento del impacto a largo plazo resultante de la liberalización a gran escala del sector de las telecomunicaciones y de la revolución de las TI a principios de la década de 2000. La menor contribución promedio de otros servicios a la inflación del conjunto de los servicios se debe, sobre todo, a cambios en los servicios médicos y educativos, como, por ejemplo, la supresión de los honorarios en estos dos tipos de servicios durante varios años en algunos países de la zona del euro. La causa principal de que los servicios recreativos y personales hayan contribuido menos a la inflación ha sido la

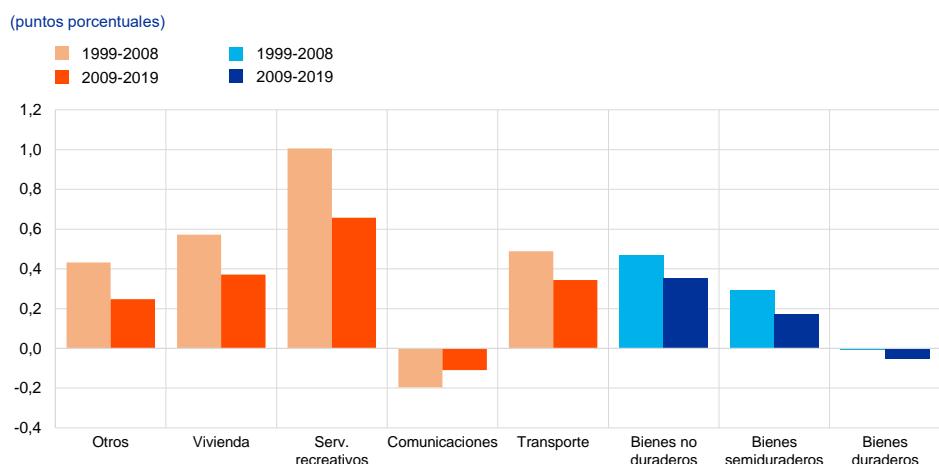
⁴² La ponderación media de los servicios para el hogar registró un descenso de 0,2 puntos porcentuales durante los dos períodos, y las ponderaciones de los servicios recreativos y de transporte se redujeron en 0,1 puntos porcentuales, mientras que la ponderación media de otros servicios aumentó en 0,3 puntos porcentuales y la de los servicios de comunicaciones se mantuvo inalterada. Dentro de los bienes industriales no energéticos, la ponderación media de los bienes duraderos disminuyó en 0,2 puntos porcentuales, la de los no duraderos se incrementó en 0,2 puntos porcentuales y la de los bienes de consumo semiduradero no varió.

ralentización del crecimiento de los precios de los servicios de restauración, probablemente como consecuencia de la disminución de la demanda en varios países después de la crisis, pero también de reducciones fiscales específicas en otros. La menor aportación de los servicios de transporte refleja una moderación del aumento de los precios de mantenimiento y reparación de vehículos, probablemente vinculada a los planes de sustitución de vehículos introducidos tras la crisis y a la correspondiente renovación del parque automovilístico y la menor necesidad de reparaciones en los años posteriores. La disminución de la tasa de avance de los precios de los alquileres ha sido el principal determinante del descenso de la contribución de la inflación de los servicios de vivienda⁴³. La caída de la contribución de los subcomponentes de los bienes industriales no energéticos ha sido más limitada que la de los servicios. La menor aportación de los bienes de consumo no duradero refleja la evolución de los precios de diferentes bienes, especialmente de los destinados al cuidado personal. La tasa de variación de los precios de los bienes de consumo semiduradero ha disminuido como consecuencia de una ralentización tanto de los precios de las prendas de vestir como de los de otros artículos. La desaceleración de la inflación de los bienes de consumo duradero se atribuye a la moderación en los incrementos de los precios de los coches y de los muebles, estos últimos especialmente relevantes en los países que experimentaron un *boom* inmobiliario antes de la crisis. Un factor que probablemente haya frenado la dinámica de los precios de una amplia variedad de bienes industriales no energéticos es la mayor competencia, impulsada por el rápido crecimiento de los negocios a través de Internet. En conjunto, esta perspectiva detallada sugiere que las variaciones de la brecha de inflación entre los servicios y los bienes industriales no energéticos pueden reflejar tanto factores generales como la acumulación de cambios idiosincrásicos en algunos países de la zona del euro y en determinados componentes del IAPC.

⁴³ Para un análisis, véase el recuadro titulado «[Inflación de los alquileres en la zona del euro desde la crisis](#)», *Boletín Económico*, BCE, número 4, 2019.

Gráfico B

Contribución media de cada subcomponente a las tasas de inflación de los servicios y de los bienes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las barras de color rojo muestran los subcomponentes de los servicios y las de color azul corresponden a los subcomponentes de los bienes industriales no energéticos.

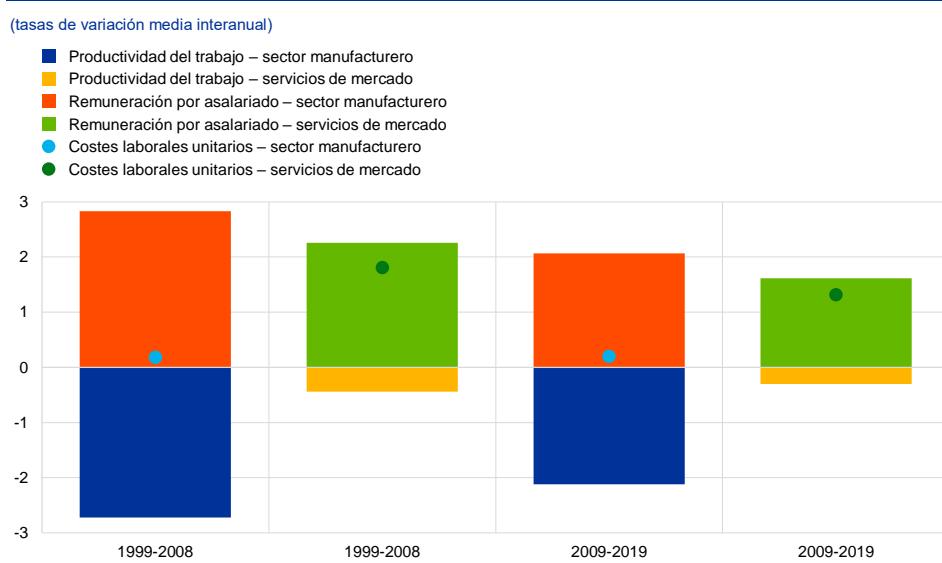
Los salarios y la productividad suelen considerarse algunos de los principales factores que determinan la brecha entre la inflación de los precios de los servicios y la de los precios de los bienes. Esto puede observarse al analizar los sectores de producción y al establecer una relación amplia entre la fabricación y la producción de los bienes industriales no energéticos, por un lado, y entre los servicios de mercado y la producción de servicios de consumo, por otro. En las dos últimas décadas, el crecimiento de la productividad de la zona del euro fue mucho más elevado en el sector manufacturero que en el de servicios de mercado, algo que no se reflejó con la misma intensidad en la evolución de los salarios. En el sector de servicios, el fuerte aumento de los salarios con respecto al crecimiento de la productividad está en consonancia con el efecto Balassa-Samuelson, según el cual un incremento relativamente elevado de los salarios en los sectores manufacturero y de bienes comerciables se extiende al sector de servicios de mercado con sus bienes no comerciables. La diferente estructura de costes de los dos sectores refuerza la importancia del crecimiento de los salarios a la hora de determinar las subidas de los precios de los servicios. Según las estimaciones, los costes laborales representaron alrededor del 40 % de la estructura de costes de los servicios y en torno al 20 % en la industria, excluidas la energía y la construcción, tanto en 2008 como en 2016⁴⁴. Si se observa la evolución de los salarios y la productividad en términos de crecimiento de los costes laborales unitarios, la disminución de la brecha entre la inflación de los precios de los servicios y la de los bienes en el período posterior a la crisis ha coincidido con la correspondiente reducción de la brecha entre el crecimiento de los costes laborales unitarios de los dos sectores. En el período posterior a la crisis se registró un descenso acusado (de

⁴⁴ Estas estimaciones se han obtenido de las tablas *input-output* de la zona del euro facilitadas por Eurostat dividiendo la remuneración de los asalariados por los costes totales de los sectores (los costes totales incluyen insumos nacionales y extranjeros de bienes y servicios, impuestos menos subvenciones y remuneración de los asalariados).

aproximadamente 0,5 puntos porcentuales) en el crecimiento medio de los costes laborales unitarios del sector de servicios, mientras que en el sector manufacturero el crecimiento medio de estos costes se mantuvo estable en los dos períodos. Aunque el incremento medio de los salarios (remuneración por asalariado) y de la productividad se redujo en ambos sectores, en el de los servicios el descenso fue mucho más acusado en los salarios que en la productividad (véase gráfico C).

Gráfico C

Crecimiento de los costes laborales unitarios: evolución por sectores



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La productividad del trabajo se presenta en una escala inversa. Los servicios de mercado se definen como servicios, excluidos la administración pública, la educación, la atención sanitaria y los servicios sociales.

Otro factor general que explica la brecha entre la tasa de variación de los precios de los servicios y la de los bienes es su distinta exposición a la evolución de los precios de importación. El contenido importador directo de los bienes industriales no energéticos es de alrededor del 12 %, frente al 1 % de los servicios. Estas ratios se mantuvieron prácticamente sin variación entre 2005 y 2017⁴⁵. La comparación del deflactor del PIB (un indicador amplio de la evolución de los precios internos) con el deflactor de las importaciones (un indicador amplio de la evolución de los precios exteriores) muestra que este último ha registrado, en general, niveles más moderados y que ha experimentado un descenso más pronunciado entre los períodos anterior y posterior a la crisis (el incremento medio del deflactor del PIB se redujo del 2 % al 1,1 %, mientras que el de las

⁴⁵ Estas estimaciones se basan en las tablas *input-output* de Eurostat, que muestran la desagregación en sectores del consumo privado y las importaciones de los bienes de consumo final y los servicios para los años 2005-2017. La ratio entre el contenido importador de los dos sectores probablemente sería inferior si el contenido importador indirecto —que representa los bienes importados intermedios utilizados para la producción doméstica de los bienes y servicios— también estuviera incluido, dado que en los servicios tiende a ser mayor que en los bienes.

importaciones descendió del 1,8 % al 0,6 %)⁴⁶. Por lo tanto, el débil crecimiento de los costes exteriores ha tenido, probablemente, un efecto moderador considerablemente más elevado en la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos que en la de los precios de los servicios. Esto podría ayudar a explicar por qué la inflación de los bienes industriales no energéticos solo se situó, en promedio, en el 0,5 % en el período posterior a la crisis. Sin embargo, esta evolución ha contribuido a aumentar la brecha entre la inflación de los precios de los servicios y la de los bienes industriales no energéticos, en lugar de reducirla, lo que sugiere que los factores que motivaron la disminución de la brecha estarían más relacionados con los servicios.

Un factor general más que puede haber influido notablemente en los servicios es la evolución de los precios administrados, excluidos la energía y los alimentos. La mayoría de estos precios suelen formar parte de los componentes de servicios del IAPC y no de los componentes de bienes industriales no energéticos. La menor tasa de crecimiento medio de los precios administrados, excluidos la energía y los alimentos, en el período posterior a la crisis contribuyó, por tanto, a la disminución de la brecha entre la inflación de los precios de los servicios y la de los bienes (el incremento medio de los precios administrados fue del 1,7 % desde 2009, frente a la media del 2 % durante el período 2001-2008)⁴⁷.

En general, la disminución de la brecha entre la inflación de los precios de los servicios y la de los bienes ayuda a explicar el descenso de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. La variación de la brecha parece haber reflejado, en gran medida, el descenso relativamente acusado del crecimiento de los costes laborales unitarios en los servicios que ha frenado la inflación de los precios de este sector. Los servicios representaron 0,37 puntos porcentuales de la reducción de 0,5 puntos porcentuales de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que pasó de registrar una tasa del 1,6 % en el período anterior a la crisis a situarse en el 1,1 % en el período posterior a 2009. Sin embargo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, habría disminuido incluso más si no hubiese variado la ponderación del componente de servicios. Si bien el descenso de la inflación entre los dos períodos fue más acusado en los servicios que en los bienes no energéticos, la tasa de variación media de los precios de los servicios se mantuvo en niveles visiblemente más elevados. Por consiguiente, el incremento observado en la ponderación de los servicios en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (de una media del 57 % en el período 1999-2008 a una media del 61 % en el período 2009-2019), otorgó mayor protagonismo a la tasa de inflación más elevada de los servicios en la evolución de la inflación subyacente.

⁴⁶ La evolución del tipo de cambio efectivo del euro no explica la disminución de la brecha de inflación, puesto que, en conjunto, en el segundo período se produjo una depreciación del tipo de cambio, aunque ese período se caracterizó —al igual que el primero— por grandes fluctuaciones del tipo de cambio del euro. Del mismo modo, los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio registraron un incremento medio del 1,1 % desde 2009, pero se redujeron, en promedio, un 0,3 % en el período 2006-2008 (no se dispone de datos anteriores a 2006).

⁴⁷ Los cambios de los impuestos indirectos tuvieron un impacto similar en la tasa de variación de los precios de los servicios y en la de los bienes industriales no energéticos.

Recomendaciones específicas por país relativas a las políticas económicas en el marco del Semestre Europeo de 2019

Nico Zorell

El 5 de junio de 2019, la Comisión Europea publicó sus recomendaciones anuales sobre las políticas económicas dirigidas a los Estados miembros de la UE en el contexto del Semestre Europeo de 2019. El Semestre Europeo es el ciclo anual de coordinación de políticas de la UE. A este respecto, las recomendaciones específicas por país (REP) sirven de orientación a los Estados miembros en el diseño de sus políticas económicas y fiscales para el año siguiente. En este recuadro se examinan todas las recomendaciones formuladas a los países de la zona del euro, con la excepción de las relativas a la política fiscal⁴⁸.

Las recomendaciones de 2019 instan a los Estados miembros a reforzar su capacidad de resistencia económica y su potencial de crecimiento. La aplicación de reformas estructurales adecuadamente diseñadas es esencial para reducir las vulnerabilidades en los países de la zona del euro, ya que contribuye a incrementar su capacidad de resistencia a perturbaciones económicas⁴⁹. Las reformas son también necesarias para abordar los retos estructurales que afrontan estos países, entre ellos la digitalización y los cambios demográficos.

Las REP de 2019 se refieren a las políticas estructurales y a las relacionadas con los mercados de trabajo, la administración pública y el sector financiero. Según la clasificación de las REP efectuada por la Comisión, la mayoría de los países de la zona del euro recibieron recomendaciones en todas las áreas generales de política económica consideradas (véase gráfico A). El número de países de la zona a los que se formularon recomendaciones específicas en la categoría «administración pública y entorno empresarial» se mantuvo prácticamente estable. No obstante, el número de países que recibieron REP incluidas en dicha categoría y relacionadas con el entorno empresarial y el sistema judicial ha aumentado este año, lo que parece estar justificado por la importancia de contar con instituciones de gran calidad que promuevan la capacidad de resistencia y el crecimiento a largo plazo⁵⁰. Como en 2018, «mercado de trabajo, educación y políticas sociales» sigue siendo una prioridad. En esta categoría, las recomendaciones relacionadas con las cualificaciones de los trabajadores y el aprendizaje permanente cobraron importancia, reflejo de los retos cada vez mayores que plantea la digitalización. En cambio, solo unos pocos países recibieron recomendaciones relativas a los mecanismos de fijación de los salarios. Aunque las

⁴⁸ Para más información sobre las REP de 2019 relacionadas con la política fiscal, véase el recuadro titulado «Prioridades de política fiscal en el marco del Semestre Europeo de 2019» en este *Boletín Económico*.

⁴⁹ Véase K. Masuch, R. Anderton, R. Setzer y N. Benalal, «[Structural policies in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 210, BCE, junio de 2018.

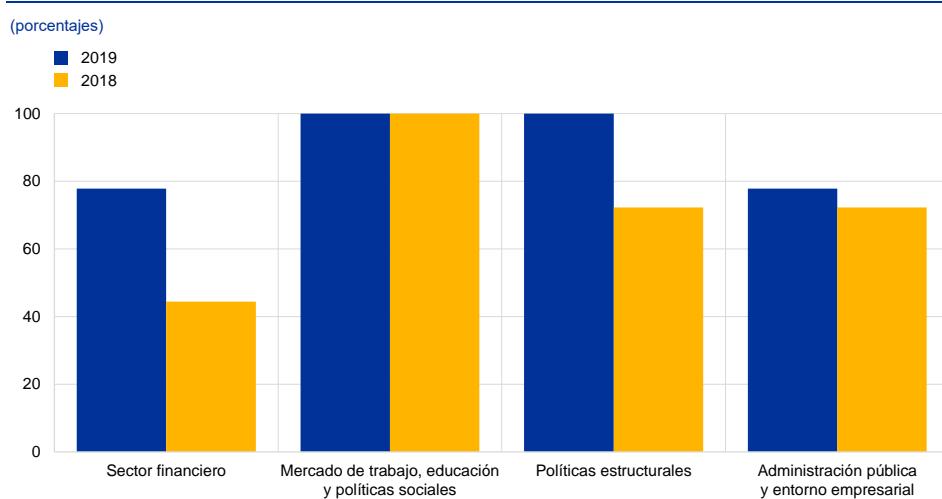
⁵⁰ Véase Masuch *et al.*, *op. cit.*, capítulo 5.

condiciones económicas favorables han dado lugar a una disminución de las tasas de paro en los últimos años, los efectos negativos de la limitada adaptabilidad del mercado laboral en varios países de la zona del euro podrían hacerse más evidentes cuando cambie el ciclo económico.

En general, las REP de 2019 hacen más hincapié en las políticas estructurales que promueven la inversión y en las políticas dirigidas al sector financiero. A diferencia del año pasado, en 2019 todos los países de la zona del euro recibieron al menos una recomendación específica en la categoría «políticas estructurales» de la Comisión, que incluye, entre otros, los marcos regulatorios, la competencia, las industrias de red y la investigación e innovación. Ello refleja, en cierta medida, que las REP de este año se han centrado en identificar los obstáculos estructurales a la inversión. Este foco de atención debe considerarse en el contexto de los mayores esfuerzos que ha realizado la Comisión por reforzar el vínculo entre el Semestre Europeo y el presupuesto de la UE, en particular los fondos de cohesión. El porcentaje de países de la zona del euro a los que se han formulado recomendaciones específicas en la categoría «sector financiero» también se incrementó en 2019, incremento que se ha visto impulsado, en parte, por las recomendaciones relacionadas con el mercado de la vivienda. En concreto, las REP instan a varios Estados miembros que están registrando un crecimiento dinámico de los precios de la vivienda a reducir las restricciones de oferta y las distorsiones en los mercados, con el fin de evitar la acumulación de vulnerabilidades.

Gráfico A

Porcentaje de países de la zona del euro que han recibido REP por áreas generales de política



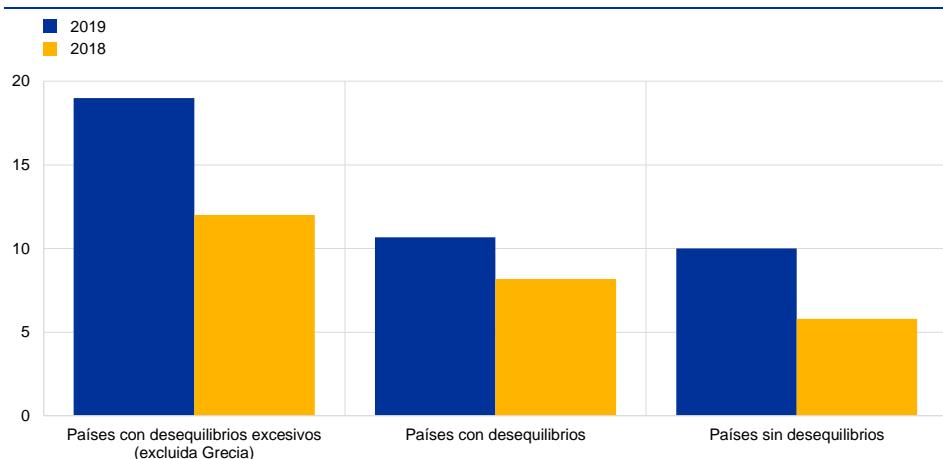
Fuente: Cálculos del BCE basados en las REP de 2018 y de 2019.

Notas: El gráfico muestra el porcentaje de países de la zona del euro que han recibido REP desglosadas por áreas generales de política económica, basadas en la clasificación de la Comisión Europea. Políticas del «sector financiero» se refiere a los servicios financieros, el mercado de la vivienda, el acceso a la financiación y el endeudamiento privado; «mercado de trabajo, educación y políticas sociales» incluye la protección del empleo, las políticas activas del mercado de trabajo, los mecanismos de fijación de los salarios, el aprendizaje permanente y la atención sanitaria; «políticas estructurales» incluye la investigación e innovación, la competencia, los marcos regulatorios y las industrias de red; «administración pública y entorno empresarial» incluye el entorno empresarial, la justicia civil y la lucha contra la corrupción. No se incluyen las REP relativas a las finanzas públicas y fiscalidad. Para facilitar la comparabilidad en el tiempo, Grecia no se incluye en el gráfico. En 2018 no se formularon REP para este país porque estaba sujeto a un programa de ajuste económico. Desde agosto de 2018 está sometido a supervisión reforzada y, por consiguiente, ha pasado a integrarse en el Semestre Europeo.

En general, las REP de 2019 dirigidas a los países con desequilibrios macroeconómicos excesivos cubren un espectro más amplio de áreas de política que las formuladas a otros países⁵¹. En el gráfico B se muestra el número medio de áreas de política que cubren las REP formuladas a tres grupos de países de la zona del euro, clasificados en función de si la Comisión, en su evaluación, considera que un país registra desequilibrios macroeconómicos excesivos, que tales desequilibrios no son excesivos, o que no presenta desequilibrios⁵². El análisis efectuado por la Comisión sugiere que el número medio de áreas de política incluidas en las recomendaciones a los países con desequilibrios excesivos es superior al de otros países de la zona del euro, y que esta diferencia se ha ampliado con respecto a 2018.

Gráfico B

Número medio de áreas de política cubiertas por las REP, por grupos de países



Fuente: Cálculos del BCE basados en las REP de 2018 y de 2019.

Notas: El gráfico muestra el número medio de áreas de política cubiertas por las REP por grupos de países, basadas en la clasificación desagregada de las REP por la Comisión Europea en 26 áreas de política (como «mercado de la vivienda», «investigación e innovación» y «justicia civil»). No se incluyen REP relativas a las finanzas públicas y fiscalidad. Los grupos de países se basan en la evaluación efectuada por la Comisión en el contexto del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) de la UE. La composición de los grupos de países se ha mantenido estable en 2018 y 2019. Para facilitar la comparabilidad en el tiempo, Grecia no se incluye en el gráfico. En 2018 no se formularon REP para este país porque estaba sujeto a un programa de ajuste económico. Desde agosto de 2018 está sometido a supervisión reforzada y, por consiguiente, ha pasado a integrarse en el Semestre Europeo.

La continua aplicación insuficiente de las REP por los Estados miembros, incluidos los que registran desequilibrios excesivos, sigue representando un desafío⁵³. En febrero de 2019, la Comisión Europea llegó a la conclusión de que ninguna de las REP de 2018 dirigidas a los países de la zona del euro se había

⁵¹ De conformidad con el [Reglamento \(UE\) n.º 1176/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos](#), se entiende por «desequilibrios» cualquier tendencia que da lugar a una evolución macroeconómica que afecta o puede afectar negativamente al correcto funcionamiento de la economía de un Estado miembro, de la Unión Económica y Monetaria o del conjunto de la Unión; y por «desequilibrios excesivos», desequilibrios graves, en particular aquellos que comprometen o pueden comprometer el correcto funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria.

⁵² El procedimiento de desequilibrio macroeconómico puede dar tres resultados: «sin desequilibrios», «desequilibrios» o «desequilibrios excesivos». Si la Comisión Europea considera que existen desequilibrios, el país en cuestión recibe recomendaciones para corregirlos. Cuando se determina que los desequilibrios son tan graves que deben considerarse «excesivos», la Comisión puede actuar formulando una recomendación al Consejo para que inicie el procedimiento de desequilibrio excesivo.

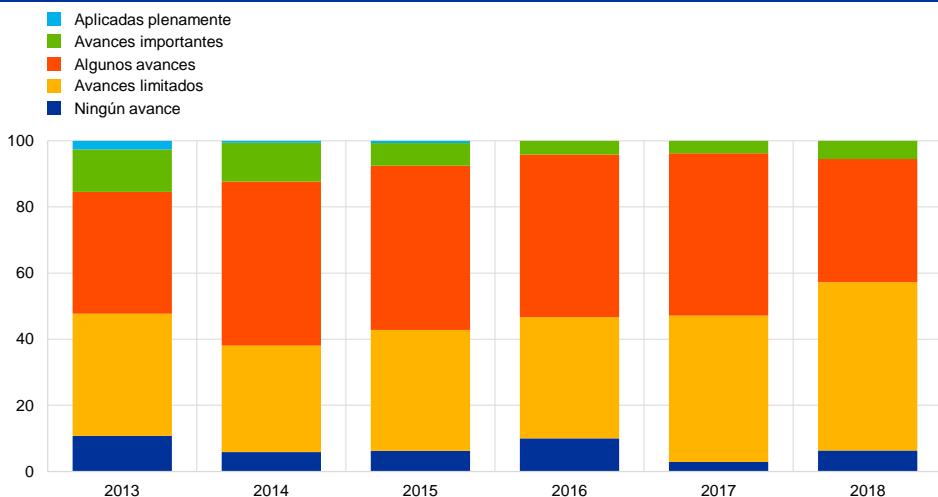
⁵³ Para más detalle, véase el recuadro titulado «[La evaluación de 2019 de los desequilibrios macroeconómicos y de los avances en las reformas por parte de la Comisión Europea](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

aplicado «plenamente», así como que solo se habían logrado avances «importantes» en aproximadamente el 5 % de las recomendaciones. El 95 % restante de las recomendaciones no se habían aplicado o, en el mejor de los casos, se habían realizado «algunos» avances en su implementación. Por lo tanto, el historial de cumplimiento de las REP ha seguido deteriorándose en línea con la tendencia observada en los últimos años (véase gráfico C). Además, no parece que los países con desequilibrios excesivos hayan adoptado medidas decisivas para acelerar la aplicación de sus recomendaciones.

Para obtener todos los beneficios de las medidas de política monetaria del BCE, es necesaria una contribución más decisiva de otras políticas para aumentar el potencial de crecimiento a más largo plazo y reducir las vulnerabilidades. En concreto, la aplicación de reformas estructurales debe intensificarse considerablemente, y las REP de 2019 deberían servir de orientación. Aunque las recomendaciones proporcionan directrices importantes a todos los países, el componente corrector del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) establece un proceso bien definido que podría ayudar, en particular, a los países más vulnerables. Asimismo, una priorización más rigurosa de las REP en función de su relevancia desde el punto de vista macroeconómico podría fomentar el cumplimiento del PDM, así como contribuir a incentivar un compromiso más firme de los países con las reformas estructurales. Si las herramientas de la UE que ofrecen apoyo financiero y conocimientos técnicos para emprender reformas estructurales de calado se diseñan e implementan correctamente, también podrían contribuir a que se creen los incentivos adecuados para aplicar estas reformas y para que los países se comprometan a ponerlas en práctica.

Gráfico C

Implementación de las REP durante el período 2013-2018 en los países de la zona del euro



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

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

Prioridades de política fiscal en el marco del Semestre Europeo de 2019

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Nadine Leiner-Killinger

El 5 de junio, la Comisión Europea publicó su paquete de primavera del Semestre Europeo de 2019 con recomendaciones para los Estados miembros de la UE. El paquete incluye recomendaciones específicas por país (REP) sobre políticas económicas y fiscales para 2020 dirigidas a todos los Estados miembros⁵⁴. También contiene recomendaciones relativas a la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la Unión Europea formuladas a algunos países⁵⁵. Por lo que respecta a las políticas fiscales, las recomendaciones se basan en las previsiones de primavera de 2019 de la Comisión y en su evaluación de los planes de los países que figuran en las actualizaciones de los programas de estabilidad y convergencia publicados en abril. En este recuadro se analizan las recomendaciones de política fiscal dirigidas a los países de la zona del euro. El análisis muestra que, en los países con niveles elevados de deuda pública, la constitución de colchones fiscales para reforzar la capacidad de resistencia en las fases de desaceleración cíclica sigue siendo una prioridad para las políticas presupuestarias. Asimismo, los países que han alcanzado posiciones fiscales saneadas deberían utilizar parte del margen de maniobra fiscal para adoptar medidas que promuevan el crecimiento económico.

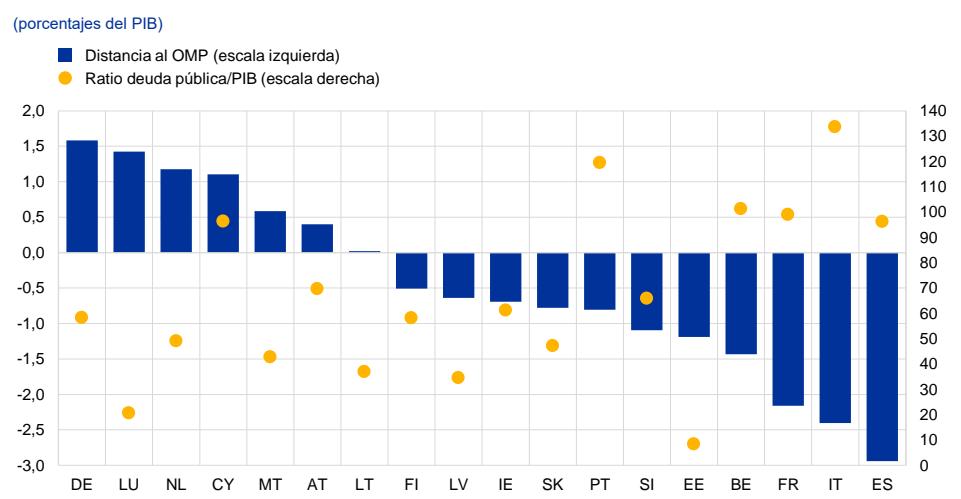
El paquete de primavera de 2019 confirma que hay divergencias considerables en las posiciones fiscales de los distintos países. Según las previsiones económicas de la primavera de 2019 de la Comisión Europea, siete países de la zona del euro alcanzaron posiciones fiscales saneadas y en términos estructurales registraron posiciones presupuestarias próximas o por encima de sus objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP) a principios de 2019 (véase gráfico A). Ello contribuye a reducir las ratios de deuda pública, proporciona un margen para adoptar medidas dirigidas a aumentar el crecimiento del producto potencial y refuerza la capacidad de resistencia de las finanzas públicas en previsión de una posible desaceleración económica. Al mismo tiempo, algunos países aún están a cierta distancia de sus OMP, en especial aquellos cuya deuda pública asciende a más del 90 % del PIB, y siguen siendo vulnerables a posibles contracciones económicas y a la volatilidad de los mercados financieros.

⁵⁴ Véase también el recuadro titulado «Recomendaciones específicas por país relativas a las políticas económicas en el marco del Semestre Europeo 2019» en este *Boletín Económico*.

⁵⁵ El Consejo de Asuntos Económicos y Financieros finalizó y aprobó las REP el 9 de julio de 2019.

Gráfico A

Distancia a los OMP y niveles de deuda pública en 2019



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Notas: La distancia al OMP de un país se mide como la diferencia entre el saldo estructural y el OMP. Se considera que los países en los que esa distancia no es superior al 0,25 % del PIB han alcanzado sus OMP (véase también la edición de 2019 del Vademécum de la Comisión sobre el PEC). Grecia no se incluye en el gráfico porque no tiene un OMP para 2019. Una vez concluido el programa de ajuste económico, este país ha fijado un OMP para el período 2020-2022.

En la mayoría de los casos, la distancia al OMP en los países con niveles elevados de deuda pública refleja que, en general, los avances en los ajustes han sido limitados en los últimos años. Como se muestra en el gráfico B, la mayor parte de los países de la zona del euro cuya deuda pública asciende a más del 90 % del PIB realizaron importantes ajustes fiscales en 2012-2013, medidos por la variación del saldo estructural. Este indicador refleja el saldo presupuestario, excluido el impacto del ciclo económico y de medidas puntuales. En algunos países con niveles altos de deuda pública, los ajustes superaron las exigencias del PEC, debido, en cierta medida, a las presiones de los mercados financieros. Posteriormente, en el período 2014-2019 el ritmo de ajuste fiscal se ralentizó sensiblemente. Dicho ajuste se situó por debajo del valor de referencia del 0,5 % del PIB establecido en el PEC en todos estos países, excepto en Portugal, que es el que más se ha aproximado a su OMP en este grupo (véase gráfico A)⁵⁶. En cambio, las posiciones presupuestarias estructurales de España y de Italia se han deteriorado en los últimos años, por lo que la distancia con respecto a sus OMP se ha ampliado. Además, la limitada mejora observada, en general, en los saldos estructurales en los años recientes tiende a sobreestimar los esfuerzos que realmente han realizado los Gobiernos. El motivo es que la disminución del gasto público en intereses en porcentaje del PIB, así como los ingresos extraordinarios que reflejaron aumentos excepcionales de los ingresos durante la anterior fase de expansión económica, han contribuido a la evolución favorable de los saldos estructurales.

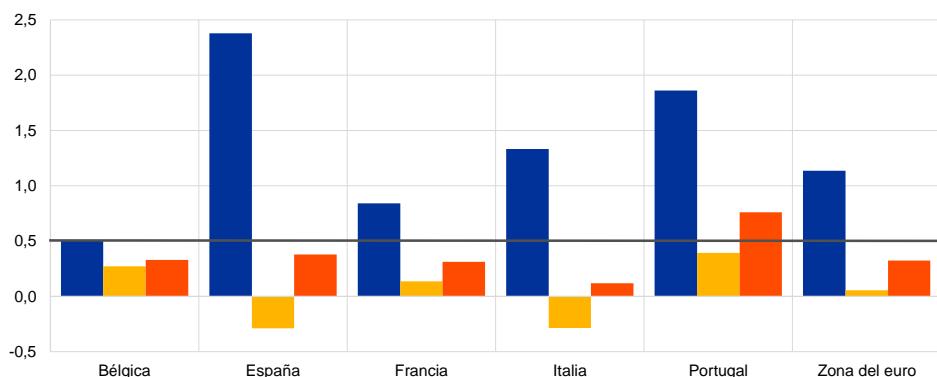
⁵⁶ Según los programas de estabilidad y convergencia de 2019, algunos países han actualizado sus OMP. Luxemburgo ha incrementado su OMP para 2020 en 1 punto porcentual e Italia en 0,5 puntos porcentuales. En cambio, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia los han rebajado para ese año.

Gráfico B

Variación de los saldos estructurales de países que no han alcanzado sus OMP y con niveles de deuda superiores al 90 % del PIB

(porcentajes del PIB)

- 2012-2013
- 2014-2019
- 2012-2019



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Notas: La línea horizontal se refiere al ajuste presupuestario necesario con arreglo al PEC para alcanzar una mejora anual del saldo estructural del 0,5 % del PIB como valor de referencia. Grecia, que no fijó un OMP durante este período, no se incluye en el gráfico.

Aunque las prioridades de política fiscal establecidas en las recomendaciones específicas para 2020 para los distintos países son diferentes, todas subrayan la necesidad de lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento. Se recomienda que los países que todavía no han alcanzado sus OMP adecúen sus esfuerzos de ajuste fiscal a las exigencias del PEC. Esta recomendación es acorde con la necesidad de que los países con niveles elevados de deuda y que siguen registrando brechas presupuestarias constituyan colchones fiscales que aseguren su capacidad de resistencia en caso de que se materialicen riesgos a la baja para la economía. No obstante, para ello sería preciso que esos países adopten importantes medidas adicionales de ajuste fiscal (véase gráfico C). Habida cuenta del carácter asimétrico del PEC, los países que han conseguido sus OMP no reciben una recomendación sobre el uso del margen acumulado en virtud de lo establecido en el Pacto. En el caso de Alemania, se recomienda que, al tiempo que se atiene al OMP, utilice la política fiscal y las políticas estructurales para lograr que la inversión privada y la pública se sitúen en una tendencia alcista sostenida que sea coherente con los planes del Gobierno. Los países con margen de maniobra fiscal podrían emplear parte de este margen para promover el crecimiento económico. Además, las recomendaciones hacen hincapié, en general, en la necesidad de que la composición de las finanzas públicas sea más favorable al crecimiento con el fin de impulsar el crecimiento del producto potencial, por ejemplo, mediante la mejora de la calidad de la inversión en infraestructuras y educación, teniendo en cuenta las distintas necesidades de los países.

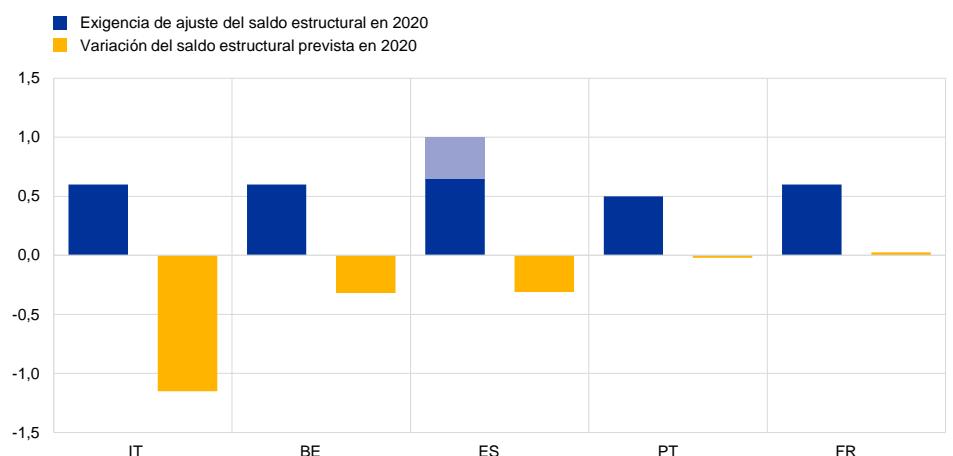
El 5 de junio de 2019, la Comisión Europea también formuló recomendaciones a algunos países de la zona del euro relativas a la aplicación del PEC. La Comisión adoptó informes para Bélgica, Francia, Italia y Chipre, de conformidad con el artículo 126, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en los que valora su cumplimiento con los criterios de déficit y de deuda del Tratado. En

el caso de Bélgica, en el informe se considera que en las circunstancias actuales no se puede determinar de forma concluyente si se cumple el criterio de deuda, debido principalmente a la incertidumbre sobre el grado en que el aumento de los pagos anticipados del impuesto sobre sociedades en 2017 y 2018 es de carácter estructural. Por lo que respecta a Francia, la Comisión concluye que actualmente cumple ambos criterios. En cuanto a Italia, en el informe se llega a la conclusión de que estaba justificado iniciar un procedimiento de déficit excesivo (PDE) basado en la deuda, después de analizar todos los factores relevantes, entre los que destacan el incumplimiento de la exigencia establecida en el marco del componente preventivo del PEC en 2018, el riesgo de que se produzca una desviación significativa en 2019 y la previsión de que el déficit se sitúe por encima del 3 % del PIB en 2020. El 3 de julio de 2019, la Comisión consideró que por el momento no era necesario abrir un PDE a este país, y para ello tuvo en cuenta el presupuesto de mitad de año para 2019 y un decreto-ley aprobado por el Gobierno italiano el 1 de julio que contempla un esfuerzo estructural adicional del 0,45 % del PIB en 2019. Según esta información, la Comisión determinó que, en líneas generales, Italia cumplirá las exigencias del componente preventivo del PEC en 2019, e indicó que realizará un estrecho seguimiento de la ejecución del presupuesto de 2019 modificado y que en otoño examinará si el proyecto de plan presupuestario para 2020 cumple el PEC. En relación con Chipre, la Comisión considera que no deben darse nuevos pasos para tomar una decisión sobre la existencia de un déficit excesivo, pese a que el nivel de déficit incumplió el umbral del 3 % del PIB en 2018 como consecuencia de las medidas extraordinarias de apoyo al sector financiero. Ello se debe a que este país superó su OMP en 2018 y a que se prevé que cumpla plenamente las exigencias del PEC en 2019 y 2020. Por último, la Comisión recomendó la derogación del PDE de España basándose en los resultados presupuestarios de 2018, y el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros adoptó la decisión correspondiente el 14 de junio de 2019.

Gráfico C

Exigencias de ajuste establecidas en el PEC para 2020 para los países de la zona del euro que no han alcanzado sus OMP

(puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Notas: Las exigencias de ajuste estructural para cada año son las que figuran en las REP. Para 2020 se cuantifican en las recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo de 2019. El área sombreada en azul claro dentro de la barra de España refleja el hecho de que las exigencias de ajuste acordadas son inferiores a las previstas en la matriz del componente preventivo. Para 2020, las previsiones de la Comisión se basan en un escenario que no contempla cambios en las políticas, a falta de presupuestos para dicho año.

De cara al futuro, la próxima revisión de las modificaciones del marco fiscal de la UE introducidas durante la crisis económica y financiera (los paquetes legislativos denominados «two-pack» y «six-pack») debería aprovecharse para reforzar los incentivos para constituir colchones fiscales en épocas de bonanza. En primer lugar, sería conveniente revisar el PDE para facilitar el cumplimiento de las exigencias de ajuste estructural (en lugar de nominal) en el contexto del componente corrector del PEC. En segundo lugar, sería necesario mejorar la eficacia de la regla de deuda establecida en el PEC en la reducción de la deuda pública hacia niveles sostenibles, fortaleciendo así el papel de la ratio de deuda/PIB como ancla del marco fiscal. En tercer lugar, para que el ejercicio de vigilancia presupuestaria tenga credibilidad es importante aumentar la previsibilidad de modo que puedan extraerse conclusiones más claras sobre el cumplimiento de las reglas. En este contexto, se debería revisar la evaluación del cumplimiento de las exigencias establecidas en el marco del componente preventivo del PEC. Esto incluye situaciones en las que el cumplimiento de las exigencias de ajuste, de acuerdo con la regla de gasto⁵⁷ y sobre la base del saldo estructural, dé lugar a señales contradictorias.

⁵⁷ La regla de gasto se basa en un gasto agregado que excluye el gasto por intereses, el gasto en programas de la UE totalmente compensados por los ingresos procedentes de fondos de la UE y elementos cíclicos del gasto en prestaciones por desempleo (para más detalles, véase la edición de 2019 del Vademécum de la Comisión sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento). Los países que aún no han alcanzado sus OMP deben velar por que el gasto agregado crezca por debajo de una tasa de referencia plurianual del crecimiento del producto potencial. El aumento del gasto agregado que supere esta tasa de referencia debe compensarse con medidas discrecionales por el lado de los ingresos que generen ingresos impositivos adicionales.

Artículos

1 La participación en las cadenas globales de valor y la traslación de los tipos de cambio a los precios de exportación y de importación

Georgios Georgiadis y Johannes Gräb

Numerosos estudios sugieren que la sensibilidad de los precios de importación de las economías avanzadas a los movimientos de los tipos de cambio ha disminuido en las últimas décadas. Dado que, de ser así, estos movimientos darían lugar a menores variaciones de los precios y de los volúmenes de comercio, los tipos de cambio también habrían perdido relevancia en la transmisión de perturbaciones internas e internacionales, lo que tiene importantes implicaciones para la política monetaria y para cómo se transmite a la economía. En este artículo se sugiere que parte del probable debilitamiento de la traslación de los tipos de cambio a los precios de importación es consecuencia del crecimiento de las cadenas globales de valor. Puesto que la producción depende cada vez más de los bienes intermedios importados, los costes de producción y, por tanto, los precios de exportación han aumentado su sensibilidad a las fluctuaciones de los tipos de cambio. Sin embargo, este efecto también compensa de manera creciente los cambios en los precios de importación resultantes de variaciones de los tipos de cambio. Por ello, la existencia de vínculos de producción entre países puede amplificar la transmisión del tipo de cambio a los precios de exportación, aunque también puede amortiguar su transmisión a los precios de importación.

Introducción

El grado en que las variaciones de los tipos de cambio se reflejan en los precios de importación suele denominarse «traslación del tipo de cambio» a estos precios. Si se parte del supuesto de que los precios de exportación son rígidos o incluso fijos en la moneda del exportador, una depreciación de la moneda del importador incrementa los precios de importación en esa moneda. Sin embargo, la medida en que los precios de importación en la moneda local cambian en respuesta a un movimiento determinado del tipo de cambio puede variar. La magnitud de esta respuesta es el grado de traslación del tipo de cambio a los precios de importación. Comprender y analizar esta traslación es esencial para llevar a cabo un seguimiento y realizar previsiones de la inflación interna y, por tanto, para la calibración de la política monetaria.

Una característica destacada de las economías avanzadas durante las últimas décadas ha sido el probable debilitamiento de la traslación del tipo de cambio

a los precios de importación⁵⁸. Un amplio abanico de estimaciones sugieren que la sensibilidad de los precios de importación de muchas economías avanzadas a las variaciones de sus tipos de cambio efectivos nominales ha disminuido desde finales de la década de los noventa.

Otro rasgo distintivo de la economía global durante las décadas más recientes ha sido el aumento de las cadenas globales de valor. La creciente dispersión de las etapas de producción se vio estimulada por diversos factores. La disminución de los costes de transporte y logísticos permitió que las empresas aprovecharan las acusadas diferencias salariales entre las economías avanzadas y las emergentes internacionalizando las cadenas de producción. Los avances en las tecnologías de la información y las comunicaciones, a su vez, posibilitaron la compleja coordinación a distancia de los procesos de producción⁵⁹. Además, las políticas de liberalización del comercio adoptadas en las últimas décadas generaron un entorno propicio para la creación de cadenas de producción globalizadas.

La fragmentación internacional de las cadenas de producción ha ido acompañada de un incremento de los flujos transfronterizos de bienes intermedios. La dispersión regional de la investigación y el desarrollo del iPod, la fabricación y el montaje de sus componentes, así como su venta y distribución en mercados locales, son un ejemplo muy conocido de fragmentación de las cadenas de producción⁶⁰, y otro es el papel de Alemania como centro regional de la «Factoría Europa». Una de las consecuencias de la fragmentación internacional de las cadenas de producción ha sido un aumento continuo —al menos, hasta el estallido de la crisis financiera global— de la proporción del comercio de bienes intermedios frente a la que representan los bienes finales. Actualmente, el comercio de bienes y servicios intermedios es una parte muy importante del total de flujos comerciales de bienes y servicios⁶¹.

Los efectos económicos de las cadenas globales de valor pueden ser muy diversos. Varios estudios han investigado los efectos de estas cadenas considerando la mayor fragmentación de la producción a escala internacional. A partir de nuevas tablas *input-output*, se han desarrollado metodologías para medir el comercio en valor añadido, así como la integración de una economía y de sectores específicos en

⁵⁸ Véanse J. Campa y L. Goldberg, «Exchange Rate Pass-Through into Import Prices», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 87, n.º 4, 2005, pp. 679-690; M. Marazzi, N. Sheets, R. Vigfusson, J. Faust, J. Gagnon, J. Marquez, R. Martin, T. Reeve y J. Rogers, «Exchange-Rate Pass-through to U.S. Import Prices: Some New Evidence», *International Finance Discussion Paper*, n.º 833, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, 2005; J. Ihrig, M. Marazzi y A. Rothenberg, «Exchange-rate Pass-Through in the G-7 Countries», *International Finance Discussion Paper*, n.º 851, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, 2006; T. Sekine, «Time-varying exchange rate pass-through: experiences of some industrial countries», *BIS Working Paper*, n.º 202, 2006, y el artículo titulado «*Exchange rate pass-through into euro area inflation*», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2016.

⁵⁹ Véanse, por ejemplo, R. Baldwin, «Global supply chains: why they emerged, why they matter, and where they are going», en D. Elms y P. Low (eds.), «Global value chains in a changing world», Secretaría de la OMC, 2013, pp. 13-59, y *World Investment Report 2013 – Global Value Chains: Investment and Trade for Development*, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés), 2013.

⁶⁰ Véase J. Dedrick, K. Kraemer y G. Linden, «Who profits from innovation in global value chains? A study of the iPod and notebook PCs», *Industrial and Corporate Change*, vol. 19, n.º 1, 2010, pp. 81-116.

⁶¹ Según una estimación, los bienes intermedios representan el 56 % y el 73 %, respectivamente, del total de flujos comerciales de bienes y servicios, véase S. Miroudot, R. Lanz y A. Ragoussis, «Trade in Intermediate Goods and Services», *OECD Trade Policy Papers*, n.º 93, OECD Publishing, 2009.

las cadenas globales de valor⁶². Sobre esta base, otros estudios se han interesado por las implicaciones económicas de las cadenas globales de valor. Por ejemplo, la participación en estas cadenas parece fomentar el crecimiento⁶³, intensificar la transmisión de la política monetaria entre países⁶⁴, reforzar las interrelaciones por el lado de la oferta y, por tanto, incrementar las correlaciones de inflación⁶⁵, generar una distribución más desigual de la renta en una economía y aumentar los superávits (o reducir los déficits) de la balanza por cuenta corriente⁶⁶.

En este artículo se examina el papel de las cadenas globales de valor en la traslación del tipo de cambio a los precios de importación y exportación⁶⁷. El mecanismo propuesto consta de dos componentes. En primer lugar, la traslación del tipo de cambio a los precios de exportación de los socios comerciales de una economía se refuerza mediante un mayor uso de bienes intermedios importados de esa economía (es decir, un aumento de su participación en estas cadenas). En segundo lugar, el mayor grado de transmisión a los precios de exportación de sus socios comerciales debilita la traslación del tipo de cambio a los precios de importación.

La mejor forma de describir este mecanismo es mediante un ejemplo de un mundo en el que solo hay dos economías, una economía nacional y una economía extranjera. Por simplicidad, se supone que los precios de exportación son fijos en la moneda del fabricante y que los márgenes de las empresas son constantes. La moneda de la economía nacional experimenta una depreciación frente a la de la economía extranjera. Si no existen cadenas globales de valor, los costes de producción en la economía extranjera no se ven afectados por la apreciación de su moneda frente a la de la economía nacional, ya que todos los bienes intermedios utilizados se producen internamente. En consecuencia, el grado de traslación del tipo de cambio a los precios de exportación en la economía extranjera es cero. Sin embargo, en la economía nacional, la misma apreciación de la moneda extranjera implica un incremento equivalente de los precios de importación, es decir, la traslación del tipo de cambio a esos precios es igual a la unidad. Por tanto, si la moneda de la economía extranjera se revaloriza un 10 %

⁶² Véanse, por ejemplo, D. Hummels, J. Ishii y K. M. Yi, «The nature and growth of vertical specialization in world trade», *Journal of International Economics*, vol. 54, n.º 1, 2001, pp. 75-96; D. Trefler y S. C. Zhu, «The structure of factor content predictions», *Journal of International Economics*, vol. 82, n.º 2, noviembre de 2010, pp. 195-207; R. Johnson y G. Noguera, «Accounting for intermediates: Production sharing and trade in value added», *Journal of International Economics*, vol. 86, n.º 2, 2012, pp. 224-236, o R. Koopman, Z. Wang y S. J. Wei, «Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports», *American Economic Review*, vol. 104, n.º 2, 2014, pp. 459-494.

⁶³ Véase «Trade Interconnectedness: The World with Global Value Chains», *Policy Paper*, Fondo Monetario Internacional, 2013.

⁶⁴ Véase G. Georgiadis, «Determinants of global spillovers from US monetary policy», *Journal of International Money and Finance*, vol. 67, Issue C, 2016, pp. 41-61.

⁶⁵ Véase R. Bems y R. Johnson, «Demand for Value Added and Value-Added Exchange Rates», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, n.º 4, 2017, pp. 45-90.

⁶⁶ Véanse J. Brumm, G. Georgiadis, J. Gräß y F. Trottner, «Global Value Chain Participation and Current Account Imbalances», *Journal of International Money and Finance*, de próxima publicación, y V. Gunnella, M. Fidora y M. Schmitz, «The impact of global value chains on the euro area economy», *Occasional Paper Series*, n.º 221, BCE, 2019.

⁶⁷ Para más detalles, véase G. Georgiadis, J. Gräß y M. Khalil, «Global value chain participation and exchange rate pass-through», *Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación. Un mecanismo similar (aunque se centra en las elasticidades de los volúmenes de exportación) se explora en S. Ahmed, M. Appendino y M. Ruta, «Global value chains and the exchange rate elasticity of exports», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 17, n.º 1, 2017, pp. 1-24.

frente a la de la economía nacional, los precios de exportación en la primera no varían, mientras que, en la segunda, los precios de importación aumentan un 10 %.

El grado de traslación de los tipos de cambio a los precios de exportación e importación varía cuando intervienen las cadenas globales de valor. Con la integración de las cadenas de valor, la tasa de transmisión del tipo de cambio a los precios de exportación de la economía extranjera es positiva en lugar de cero, y la traslación a los precios de importación en la economía nacional es inferior a uno. Por ejemplo, suponiendo que la mitad de los bienes intermedios empleados en la economía extranjera se importan de la economía nacional, una apreciación del 10 % de la moneda de la economía extranjera implica una disminución del 5 % de sus costes de producción, así que puede reducir un 5 % sus precios de exportación. La caída de los precios de exportación en la economía extranjera compensa parte de la subida de los precios de importación en la economía nacional derivada de la depreciación de su divisa frente a la de la economía extranjera. En concreto, como los precios de exportación de la economía extranjera se han recortado un 5 % tras la depreciación de la moneda de la economía nacional, los precios de importación se incrementan menos del 10 % en esta última. Es importante señalar que el debilitamiento de la transmisión del tipo de cambio a los precios de importación la economía nacional depende del grado de participación de la cadena de valor de la economía extranjera en la economía nacional⁶⁸.

A partir del año 2000, a medida que las economías avanzadas han aumentado su participación en las cadenas globales de valor, la evidencia sugiere que la traslación de sus tipos de cambio a los precios de importación ha disminuido y que en el caso de los precios de exportación se ha incrementado (véase gráfico 1). Se estima que la tasa de transmisión de los tipos de cambio a los precios de importación a principios de la década de 2000 fue de alrededor del 42 %, esto es, una depreciación del 10 % del tipo de cambio efectivo nominal fue seguida de una subida del 4,2 %, en promedio, de los precios de importación en las economías avanzadas. Según las estimaciones, a finales de la citada década la cifra había descendido hasta situarse en torno al 30 %. La participación de las economías avanzadas en las cadenas globales de valor aumentó en el mismo período, y la ratio valor añadido doméstico-exportaciones brutas (ratio VAX) disminuyó del 83 % al 78 %. Una ratio VAX más baja indica que una proporción mayor del valor añadido incorporado en las exportaciones brutas de una economía se generó utilizando productos importados en lugar de bienes intermedios producidos internamente⁶⁹.

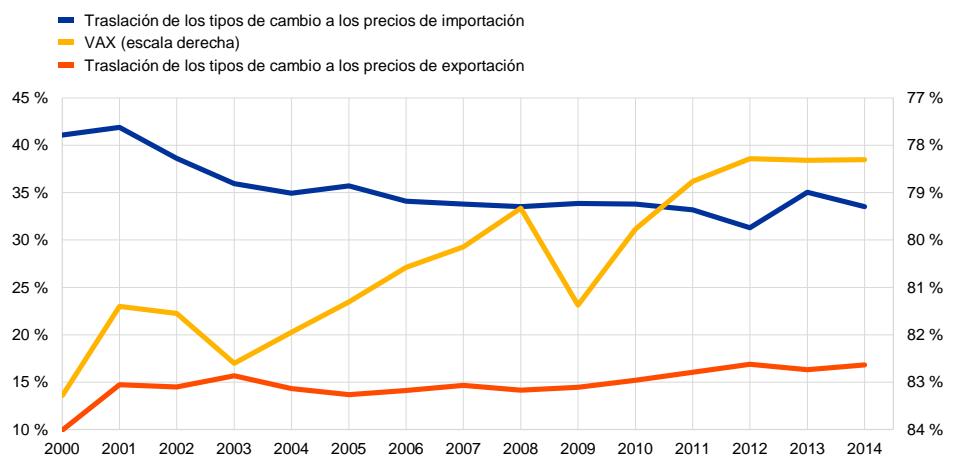
⁶⁸ Naturalmente, si la economía nacional también utiliza bienes intermedios importados de la economía extranjera, el mismo mecanismo que provoca un debilitamiento de la transmisión del tipo de cambio a los precios de importación en la economía nacional se deja sentir en los precios de importación de la economía extranjera. No obstante, se puede demostrar que, en un modelo de equilibrio general después de todas las rondas de ajuste, la traslación del tipo de cambio a los precios de importación sigue disminuyendo y que la traslación del tipo de cambio a los precios de exportación todavía aumenta a medida que se incrementa la participación de las economías en cadenas globales de valor.

⁶⁹ Véase en Gunnella *et al.*, *op. cit.*, un análisis de la ratio VAX como indicador de la participación en cadenas globales de valor. Para más detalles, véase también la sección 2.2 de este artículo en inglés.

Gráfico 1

Evolución de la traslación de los tipos de cambio a los precios de exportación e importación y participación de las economías avanzadas en las cadenas globales de valor

(escala izquierda: elasticidad; escala derecha: ratio, escala invertida)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Medias no ponderadas de distintos países de las estimaciones de la traslación de los tipos de cambio a los precios de exportación e importación y de la ratio VAX, que es la ratio entre el valor añadido doméstico y las exportaciones brutas de una economía. Los países incluidos son Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Países Bajos, Portugal, Suecia, Suiza y Reino Unido.

El artículo presenta evidencia empírica, acorde con el mecanismo descrito anteriormente, de que los cambios en la traslación de los tipos de cambio a los precios de exportación e importación se deben, en parte, a un aumento de la participación en las cadenas globales de valor. En concreto, la evidencia sugiere que, en las economías con una participación creciente en las cadenas globales de valor, la traslación de los tipos de cambio a los precios de exportación ha sido mayor. A su vez, en las economías cuyos socios comerciales se han integrado cada vez más en sus cadenas de valor, la traslación a los precios de importación ha disminuido.

La conclusión de que la participación en las cadenas globales de valor puede reducir el grado de traslación de los tipos de cambio a los precios de importación de las economías tiene importantes repercusiones para la ejecución y la transmisión de la política monetaria. En particular, cuando el grado de transmisión a los precios de importación es bajo, una depreciación del tipo de cambio puede dar lugar a efectos de sustitución en el gasto muy limitados, que provocarían un aumento de las exportaciones y una disminución de las importaciones⁷⁰. Además, las presiones asociadas sobre los precios de importación y, en consecuencia, sobre los precios de consumo serían menores. En general, en un contexto de traslación reducida a los precios de importación, los movimientos del tipo de cambio van acompañados de menores variaciones de los precios y de los volúmenes de importación, reduciendo el papel que desempeña el canal del tipo de cambio en la transmisión de perturbaciones internas e internacionales.

⁷⁰ Véase un análisis en A. Rodnyansky, «(Un)Competitive Devaluations and Firm Dynamics», *Cambridge Working Papers in Economics*, n.º 1888, University of Cambridge, 2018.

El artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se examina la evolución de la traslación de los tipos de cambio a los precios de importación y exportación, así como la participación de las economías avanzadas en las cadenas globales de valor en las últimas décadas. En la sección 3 se analiza el mecanismo a través del cual la participación en estas cadenas puede afectar a la transmisión de los tipos de cambio a los precios de importación y exportación. En la sección 4 se presentan los resultados de un análisis de datos de distintos países que arroja luz sobre la importancia de la participación en las cadenas globales de valor para la traslación de los tipos de cambio a los precios de importación y exportación, y en la sección 5 se recogen las conclusiones.

Conclusiones

El debilitamiento de la traslación de los tipos de cambio a los precios de importación en las economías avanzadas, documentado en diversas contribuciones a la literatura, tiene implicaciones relevantes para la política monetaria. En un entorno en el que esta traslación es limitada, los efectos de sustitución en el gasto en respuesta a depreciaciones del tipo de cambio son reducidos, y las depreciaciones del tipo de cambio están asociadas solo a aumentos menores de la inflación de los precios de importación y, por tanto, de los precios de consumo. Por consiguiente, es importante comprender los mecanismos que han dado lugar a este debilitamiento.

En este artículo se ha examinado el impacto de la participación de las economías en las cadenas globales de valor sobre la traslación de sus tipos de cambio a los precios de importación y exportación. La evidencia empírica sugiere que la participación en estas cadenas incrementa el grado de transmisión del tipo de cambio a los precios de exportación y reduce su traslación a los precios de importación. Existe cierta evidencia que sugiere que, en los años siguientes a la Gran Recesión, y especialmente después de la desaceleración del comercio observada en 2011, el ritmo de crecimiento de las cadenas globales de valor se ha ralentizado y el fortalecimiento de las cadenas de producción ha adquirido mayor relevancia a escala regional. Por tanto, es posible que el debilitamiento de la traslación de los tipos de cambio resultante de la expansión de la participación en cadenas globales de valor también se haya ralentizado.

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

2

El gasto social: una comparación entre los países de la zona del euro

Marta Rodríguez-Vives y Linda Kezberé

En una época de altos niveles de endeudamiento público, bajo crecimiento estructural de la economía y envejecimiento de la población, un elemento clave del actual debate sobre política fiscal es el papel del Estado en la provisión de servicios y en la redistribución de recursos. Las decisiones de los Gobiernos sobre los sistemas tributarios y de prestaciones sociales tienen un peso importante en la evolución macroeconómica de la zona del euro. Este artículo analiza cómo se organiza el gasto social destinado a los hogares y a la provisión de bienes y servicios públicos en los países de la zona del euro. Las decisiones relativas al nivel y la estructura del gasto social son específicas de cada país y reflejan preferencias en materia de política social. El objetivo de este artículo es examinar el gasto público social de los distintos países de la zona y su evolución desde el período anterior a la crisis. También se analizan los distintos sistemas de seguridad social de los países de la zona del euro en términos de pensiones y sanidad, y se considera el gasto en educación. Se dedica especial atención al análisis de las pensiones, ya que son la partida de gasto social más abultada en todos los países. El artículo sugiere que los países deberían buscar políticas y reformas que garanticen la sostenibilidad del gasto social, especialmente en vista del envejecimiento de la población y de la posibilidad de que se produzcan perturbaciones económicas negativas.

Introducción

La desigualdad ocupa ahora un lugar central en la agenda política internacional porque las crecientes desigualdades podrían debilitar el desarrollo económico futuro y reducir la movilidad social intergeneracional y la cohesión social. Las decisiones de los Gobiernos sobre los sistemas tributarios y de prestaciones sociales, en particular, tienen gran influencia en la evolución macroeconómica. En este contexto, las autoridades competentes están tratando de establecer una composición de las finanzas públicas lo más coherente posible para promover un «crecimiento inclusivo». Las orientaciones sobre reformas fiscales y estructurales de las recomendaciones específicas por país (REP)⁷¹ formuladas en el contexto del Semestre Europeo también apoyan la agenda de crecimiento inclusivo.

⁷¹ Véanse las REP formuladas para los respectivos países en el [sitio web](#) de la Comisión Europea. Las recomendaciones de reforma tienen por objeto impulsar el empleo y el crecimiento económico, al tiempo que se mantienen unas finanzas públicas saneadas y la equidad social en los países de la zona del euro.

La teoría de la Hacienda Pública divide las funciones del Estado en asignación, estabilización y distribución⁷². En primer lugar, los Gobiernos tratan de lograr un uso eficiente de los recursos de la economía. En segundo lugar, las políticas fiscales desempeñan un importante papel en la estabilización de la renta y el consumo a lo largo del ciclo económico⁷³. En tercer lugar, estas políticas también son fundamentales para mitigar las desigualdades de renta derivadas de la influencia de fuerzas de mercado (desigualdad de mercado). La redistribución puede medirse como la reducción porcentual de la desigualdad de la renta de mercado por efecto de la intervención pública directa (a través de impuestos directos y de transferencias).

El gasto social puede definirse como el gasto público destinado a la protección social, la educación y la sanidad⁷⁴. Estos recursos tratan de aliviar a los hogares de la carga financiera que representan determinados riesgos y necesidades básicas. En la práctica, gran parte del gasto social se destina a transferencias sociales en metálico realizadas directamente a los hogares, como pensiones, prestaciones por desempleo y enfermedad y prestaciones sociales. Otros desembolsos se realizan en especie, ya sea de forma colectiva —es decir, la Administración produce y distribuye directamente bienes y servicios— o individual, mediante la distribución de bienes y servicios de mercado a los hogares (o el reembolso de su coste). Como se explica en el recuadro 1, estas modalidades diferentes de provisión de bienes y servicios públicos tienen un impacto significativo —directo o indirecto— en la renta disponible de los hogares y, por tanto, en el consumo.

El gasto social puede analizarse utilizando datos de la clasificación funcional de las Administraciones Públicas (COFOG, por sus siglas en inglés)⁷⁵. La definición de gasto social comprende el gasto distributivo en protección social y el gasto predistributivo que contribuye al crecimiento a largo plazo (como el gasto en educación y, en menor medida, en sanidad). Según la literatura económica, la inversión en infraestructuras también favorece el crecimiento, pero no se incluye en la clasificación del gasto público presentada en este artículo.

⁷² Véase R. A. Musgrave, *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy*, McGraw Hill, Nueva York, 1959.

⁷³ El impacto de la política fiscal sobre la economía no se limita exclusivamente al derivado de las políticas fiscales discretionales. Durante las recesiones, los ingresos tributarios descienden automáticamente y el gasto relacionado con el desempleo aumenta, mientras que otras partidas del gasto público apenas se ven afectadas, lo que da lugar a los «estabilizadores fiscales automáticos». Estos estabilizadores también contribuyen a sostener la demanda agregada en las fases de desaceleración. Otras fluctuaciones estructurales o transitorias de los ingresos y del gasto públicos inciden asimismo en la renta y en el gasto agregados.

⁷⁴ Esta definición, que incluye las funciones del Estado con mayor impacto social sobre los hogares, se ha escogido a efectos de este artículo. Existen diversas definiciones de gasto social, desde una definición estricta, que se refiere únicamente a transferencias sociales en metálico o en especie asociadas a la protección social, hasta otras más amplias, que comprenden también protección del medio ambiente, vivienda y servicios comunitarios, así como ocio, cultura y religión.

⁷⁵ Los últimos datos disponibles de la clasificación COFOG corresponden a 2017. Se expresan en términos nominales, es decir, las comparaciones a lo largo del tiempo reflejan también los diferenciales de inflación, y las comparaciones de los niveles en los distintos países muestran diferencias en el nivel de los precios. Véase «Composición funcional del gasto público en la Unión Europea», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2009.

El gasto social es el componente más importante del gasto público en todos los países de la zona del euro, y la proporción más elevada se destina a los pagos por pensiones. El gasto social ha crecido de forma continuada desde 2001⁷⁶, tanto en términos nominales como en porcentaje de gasto público total, aunque en porcentaje del PIB mostró cierta volatilidad durante el período de la crisis. En 2017, el gasto social en la zona del euro supuso, en promedio, alrededor del 70 % del gasto público total (véase cuadro 1) y el 31 % del PIB, o 3,5 billones de euros. La protección social es, con diferencia, el componente más importante del gasto público en los países de la zona del euro y en promedio representa el 42 % del gasto público total y en torno al 20 % del PIB. Existen claras diferencias entre países en cuanto al nivel de protección social, que supone una tercera parte del gasto público total en Malta y Letonia, y aproximadamente la mitad en Finlandia y Alemania. En todos los países, el principal componente es el gasto en pensiones (personas de edad avanzada y supervivientes), que equivale, en promedio, al 12,4 % del PIB, seguido de enfermedad y discapacidad, familia e hijos, desempleo y vivienda social. Pese a las reformas de los sistemas de pensiones acometidas en muchos países de la zona del euro, las pensiones representan la mayor carga para los Gobiernos. Por otra parte, en los últimos años, los países de la zona han contenido el gasto en sanidad y educación, que asciende, en promedio, al 7,1 % y al 4,5 % del PIB, respectivamente (o al 15 % y al 9,6 % del gasto público total).

Cuadro 1

Desagregación del gasto social por funciones según la clasificación COFOG (zona del euro, 2017)

Categoría COFOG	mm de euros	Porcentaje del gasto público total	Porcentaje del PIB
Gasto social total	3.522,6	66,8	31,4
Sanidad	793,0	15,0	7,1
Educación	508,6	9,6	4,5
Protección social	2.221,1	42,1	19,8
De la cual: Enfermedad y discapacidad	309,0	5,9	2,8
De la cual: Pensiones (personas de edad avanzada y supervivientes)	1.388,4	26,3	12,4
De la cual: Familia e hijos	190,5	3,6	1,7
De la cual: Desempleo	172,3	3,3	1,5
De la cual: Vivienda	42,2	0,8	0,4

Fuente: Eurostat.

El porcentaje óptimo de recursos dedicado al gasto social varía entre países.

La composición óptima del gasto social tiene en cuenta factores microeconómicos (como la eficiencia de los sistemas de gasto social) y macroeconómicos (como el tamaño de los multiplicadores fiscales). Este es un argumento a favor de instrumentos fiscales que estimulen el crecimiento, basado en la idea subyacente de

⁷⁶ Los datos de gasto en protección social, sanidad y educación están disponibles a partir de 2001 para la zona del euro en su conjunto y para la mayoría de países que la integran.

que la composición de las finanzas públicas afecta al nivel de producción a largo plazo. Supone tomar decisiones políticas y considerar las preferencias sociales, como el tamaño óptimo del Estado⁷⁷, el marco de gobernanza fiscal y el sistema tributario para financiar el gasto social. También tiene repercusiones para la sostenibilidad de la deuda, la interacción con otras políticas económicas, la demografía y el capital político disponible para emprender reformas fiscales de carácter estructural con resultados satisfactorios. De hecho, la presión política para revertir las reformas que representan una carga para las personas de más edad podría intensificarse como consecuencia del aumento de la edad del votante mediano. Además, a medida que la ratio cotizantes-beneficiarios disminuye, surgen cuestiones de equidad intergeneracional.

Los sistemas de seguridad social y las modalidades de provisión de bienes y servicios públicos varían considerablemente de unos países de la zona del euro a otros. Sus sistemas no convergieron en la última década, ya que sus preferencias sociales son diferentes. Algunos países tienen un «modelo público integrado» que vincula la financiación presupuestaria a proveedores de bienes y servicios que forman parte del sector de Administraciones Públicas. En otros, la Administración compra los bienes y servicios principalmente a productores de mercado siguiendo un «modelo de contratación pública». Por tanto, el gasto social aparece reflejado de forma diferente en las cuentas nacionales de los distintos países, lo que afecta a la interpretación de las comparaciones entre ellos. Las estimaciones de los compromisos por pensiones de la seguridad social también difieren de unos países a otros en función de si la organización de los sistemas de pensiones se basa en mayor medida en pilares públicos o privados. En general, en la mayoría de los países de la zona del euro, los sistemas públicos de pensiones tienen gran relevancia, mientras que los Países Bajos y, en menor medida, Irlanda también tienen un importante pilar privado.

Como consecuencia de esta diversidad, para realizar una evaluación exhaustiva del gasto social es necesario analizar los datos microeconómicos y los sistemas tributarios de cada país. Los datos agregados han de interpretarse con cautela y complementarse con estudios adicionales. Por ejemplo, es importante efectuar un estrecho seguimiento de los gastos incurridos en la provisión de servicios públicos y considerar más detalladamente la eficiencia del gasto público en el contexto de las revisiones del gasto (es decir, cómo maximizar el impacto económico del gasto con los recursos disponibles). En cuanto a los sistemas tributarios existentes, además de la progresividad de los impuestos directos e indirectos y de la eficiencia de la administración tributaria, el uso de exenciones fiscales ligadas a las pensiones, la sanidad o la vivienda es generalizado en los países de la zona del euro. Es difícil calcular el impacto de estas exenciones en las

⁷⁷ Se observan grandes diferencias en términos de evolución y eficiencia entre los distintos países, pero los estudios tienden a sugerir una ratio de gasto en relación con el PIB de referencia de alrededor del 30 %-35 % del PIB en las economías avanzadas. Véase A. Afonso y L. Schuknecht, «How 'big' should government be», *EconPol Working Papers*, n.º 23, European Network for Economic and Fiscal Policy Research, marzo de 2019.

cuentas públicas y su efecto mitigador en la distribución de la renta. Sin embargo, ello queda fuera del ámbito de este artículo⁷⁸.

Este artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se analizan la evolución del gasto social desde los años anteriores a la crisis y su relación con la renta disponible y el consumo de los hogares. En la sección 3 se estudia la función de distribución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro, con un análisis descriptivo de las diferencias entre los sistemas de seguridad social y prestando especial atención a las pensiones, por ser la mayor partida de gasto social en todos estos países. Por último, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

La composición y los niveles de gasto social varían considerablemente de unos países a otros. Las tendencias identificadas en la zona del euro son heterogéneas en los distintos países, lo que refleja puntos de partida y preferencias sociales diferentes. En general, en la última década, los países no convergieron en lo referente a la estructura de sus sistemas sociales. Las comparaciones entre países confirman que, para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas conforme a lo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento —al tiempo que se mantiene un equilibrio entre la estabilización económica y los objetivos de equidad—, los países han de aplicar políticas fiscales diferenciadas que sean acordes con la estructura de sus sistemas sociales. Las orientaciones incluidas en las REP anuales formuladas en el marco del Semestre Europeo también son relevantes en este contexto. Las REP ponen de relieve las necesidades de reforma, adaptadas a cada Estado miembro, que estos han de acometer para afrontar los principales retos en los 12-18 meses siguientes.

Los cambios registrados desde 2001 en el gasto público de la zona del euro muestran los riesgos que plantean las vulnerabilidades fiscales para la sostenibilidad de las políticas de gasto que promueven el crecimiento. El gasto en pensiones registra máximos históricos en varios Estados miembros y, si no se emprenden reformas, seguirá creciendo en muchos países. El impacto máximo del envejecimiento se producirá cuando la generación del *baby boom* se jubile, es decir, en torno al año 2040 en algunos países de la zona del euro, pero más tarde en otros. El efecto será especialmente acusado en los países con sistemas públicos de pensiones de reparto, lo que suscitará problemas de equidad intergeneracional, ya que la ratio cotizantes-beneficiarios está disminuyendo y estimaciones recientes sitúan los compromisos acumulados hasta la fecha de la seguridad social en más del 200 % del PIB en la mayoría de los países. Además, se

⁷⁸ Un estudio reciente de microsimulación sugiere que el coste en términos de ingresos de los gastos fiscales relacionados con las pensiones es heterogéneo, y va desde considerables pérdidas de ingresos en los países bálticos y en Portugal (más del 13 % del gasto en pensiones de jubilación), pasando por un impacto neutral en España y Luxemburgo, hasta ingresos adicionales del 1 % en Malta y de casi el 5 % del gasto en pensiones de jubilación en Grecia (debido al impuesto de solidaridad). Véase S. Barrios, F. C. Moscarola, F. Figari y L. Gandullia, «Size and distributional pattern of pension-related tax expenditures in European countries», *JRC Working Papers on Taxation and Structural Reforms*, n.º 06/2018, Comisión Europea, noviembre de 2018.

espera que el envejecimiento conduzca a un aumento del gasto sanitario y a una disminución de la oferta de trabajo, del crecimiento y de la innovación, mientras que el ahorro por motivo de precaución podría estar creciendo.

Muchos países necesitan constituir colchones fiscales, resistir la tendencia a revertir reformas que promueven la sostenibilidad de sus sistemas de seguridad social y emprender cuantas reformas sean necesarias para reforzar sus mecanismos nacionales. Esto es especialmente importante en vista de las propuestas de reformas fiscales de carácter estructural recogidas en las REP para países cuyas ratios de deuda pública ya son elevadas y que solo disponen de un margen de maniobra fiscal limitado. Debería dedicarse especial atención a garantizar que se destinen suficientes recursos a la educación, ya que se ha demostrado que el gasto en esta área tiene efectos positivos sobre el crecimiento económico a largo plazo. Para salvaguardar la sostenibilidad de los sistemas sanitarios será necesario adoptar nuevas medidas que incrementen su eficiencia. Las recomendaciones instan también a seguir mejorando en la asignación y el uso eficiente de recursos en todas las categorías de gasto social. Asimismo, en general, las REP señalan la conveniencia de que se realicen reformas estructurales adicionales para aumentar la tasa de participación.

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

3

Aproximación al fenómeno de los criptoactivos, sus riesgos y aspectos relacionados con su medición

Maria Teresa Chimienti, Urszula Kochanska y Andrea Pinna

En este artículo se examina el fenómeno de los criptoactivos, con el fin de conocer sus riesgos potenciales y mejorar su seguimiento. En primer lugar, se describen las características de este fenómeno para establecer una definición clara del alcance de las actividades de seguimiento. En segundo lugar, se identifican los principales riesgos de los criptoactivos que requieren un seguimiento continuo —ya que podrían afectar a la estabilidad y a la eficiencia del sistema financiero y de la economía— y se ponen de relieve los vínculos que podrían dar lugar a una propagación de los riesgos. En tercer lugar, se examina cómo, y en qué medida, los datos públicos disponibles permiten cubrir las necesidades de seguimiento identificadas y, a través de algunos ejemplos de indicadores sobre los desarrollos del mercado, se ofrece información acerca de cuestiones específicas, como la disponibilidad y la fiabilidad de los datos. Por último, se presentan algunas iniciativas estadísticas que tratan de solucionar los retos pendientes.

Introducción

El BCE lleva tiempo analizando el fenómeno de los criptoactivos, con el fin de identificar y realizar un seguimiento de las posibles implicaciones para la política monetaria y de los riesgos que pueden plantear para el correcto funcionamiento de las infraestructuras del mercado y de los pagos, así como para la estabilidad del sistema financiero⁷⁹. Esta tarea comienza con el desarrollo de un marco de seguimiento que proporcione los datos y la información necesarios para evaluar de manera continua el alcance y la materialidad de los riesgos de los criptoactivos, con el objetivo de estar preparados para cualquier escenario adverso.

Para las actividades de seguimiento, el BCE se basa, en gran medida, en datos públicos agregados por terceros. Gran parte de la información agregada está disponible en sitios web públicos que pueden proporcionar, por ejemplo, métricas de las redes de criptoactivos, estimaciones de la capitalización de mercado, precios y volúmenes de negociación en las plataformas de intercambio de criptoactivos y el importe de los fondos obtenidos cuando se ofrece un criptoactivo al público a través de las «ofertas iniciales de criptomonedas» (*initial coin offerings* o ICO, por sus siglas en inglés). Estas fuentes de información presentan diferencias en las metodologías que utilizan, en la exhaustividad de la cobertura de los datos y en el acceso a la información bruta subyacente, por mencionar solo algunas áreas. El procesamiento de la información bruta (cuando está disponible) conlleva una

⁷⁹ En 2018, el BCE creó la Internal Crypto-Assets Task Force (ICA-TF) con el mandato de profundizar en el análisis de los criptoactivos. Para conocer un resumen de los resultados del análisis de este grupo, véase «[Crypto-assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 223, BCE, Fráncfort del Meno, mayo de 2019.

incertidumbre considerable sobre la disponibilidad y la calidad de los datos, debido, en parte, a la ausencia de regulación de determinados participantes en la cadena de valor de los criptoactivos, cuyas actividades no supervisadas en un entorno sin fronteras a menudo impide acceder a información fiable. Las estadísticas y los mecanismos de reporte supervisores no suelen incluir los criptoactivos (por ejemplo, las exposiciones de las entidades supervisadas a estos activos).

El desarrollo de un marco de seguimiento de los criptoactivos a partir de esta base exige cautela, dados los problemas relacionados con los datos, así como un enfoque gradual para subsanar deficiencias. En primer lugar, es importante identificar las necesidades de seguimiento a partir de una caracterización precisa de los criptoactivos que permita definir con claridad el alcance del marco. Sobre esta base, una vez identificadas las fuentes de datos relevantes, se puede recopilar la información y realizar controles para asegurar la calidad de los datos y la coherencia de las metodologías y las definiciones. Siempre que es posible, el BCE complementa los datos agregados con desgloses detallados para permitir calcular indicadores personalizados. No obstante, sigue habiendo importantes carencias por subsanar en el marco actual, como los datos sobre las exposiciones de instituciones financieras. También es preciso seguir trabajando para extraer información relevante de las redes públicas.

El artículo se organiza del siguiente modo. En la sección 2 se describen las características del fenómeno de los criptoactivos, con el fin de establecer una definición clara del alcance de las actividades de seguimiento. A partir de esta caracterización, la sección 3 trata de identificar los principales riesgos de los criptoactivos y las conexiones económicas, las pasarelas y otros canales a través de los que estos riesgos pueden propagarse al sistema financiero y a la economía en su conjunto. En la sección 4 se analizan los indicadores para el seguimiento de los criptoactivos que se basan en datos públicos, la disponibilidad y fiabilidad de los datos (incluidos ejemplos basados en indicadores seleccionados para el seguimiento de los desarrollos del mercado), las carencias de datos y las iniciativas estadísticas en curso para tratar de abordar los retos pendientes. Por último, se presentan varias conclusiones y se indica la manera de progresar en el seguimiento de los criptoactivos.

Conclusiones

Los criptoactivos se basan en la tecnología de registros distribuidos (DLT, por sus siglas en inglés) y se caracterizan por la falta de un derecho subyacente.

En vista de las implicaciones que podrían tener para la estabilidad y la eficiencia del sistema financiero y de la economía, así como para el desempeño de las funciones del Eurosistema, los criptoactivos requieren un seguimiento continuo. A tal fin, el BCE ha elaborado una base de datos basada en datos públicos agregados de alta calidad que se complementa con otros datos de diversas fuentes comerciales, empleando para ello interfaces de programación de aplicaciones (API, por sus siglas en inglés) y tecnologías de *big data*. Con todo, quedan por abordar importantes carencias y retos: las exposiciones de las instituciones financieras a los

criptoactivos, las interconexiones con los sectores financieros regulados y las operaciones de pago que incluyen el uso de capas de protocolos son ejemplos de áreas con notorias carencias de datos.

Los retos asociados a la medición del fenómeno de los criptoactivos son diversos y están relacionados con datos tanto dentro de la cadena (on-chain) como fuera de la cadena (off-chain). En concreto, resulta difícil obtener datos públicos sobre segmentos del mercado de criptoactivos que quedan fuera del control de las autoridades públicas; algunas plataformas de negociación relativamente poco líquidas pueden ser objeto de manipulaciones (*wash trading*), y no hay coherencia en la metodología ni en las convenciones utilizadas por los mercados institucionales y los proveedores comerciales de datos. Por otra parte, pueden surgir necesidades de datos nuevas e inesperadas con los nuevos avances en los criptoactivos y la innovación asociada.

Se espera que las iniciativas estadísticas del BCE y de la comunidad de bancos centrales contribuyan a los esfuerzos encaminados a eliminar las carencias de datos asociadas a los criptoactivos. En el futuro, el BCE seguirá trabajando en los indicadores y en los datos, abordando la complejidad y los crecientes retos encontrados en el análisis de las transacciones dentro de la cadena y las transacciones con capas de protocolos. Además, continuará con los trabajos de investigación sobre las nuevas fuentes de datos para obtener información sobre las interconexiones de los criptoactivos. Por lo que respecta a las transacciones fuera de la cadena, en un contexto de multitud de opciones metodológicas, los trabajos futuros se centrarán en mejorar la disponibilidad y la transparencia de los datos reportados y de las metodologías empleadas, en armonizar y enriquecer los metadatos y en desarrollar buenas prácticas para los indicadores sobre criptoactivos.

[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

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 24 de julio 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-19-005-ES-N (edición electrónica)