

Recuadros

1 El paquete de medidas de política monetaria de septiembre

Julian Schumacher e Ine Van Robays

En su reunión de septiembre, el Consejo de Gobierno se enfrentó a una desaceleración más prolongada de lo previsto anteriormente de la economía de la zona del euro, a la persistencia de importantes riesgos a la baja y a un nuevo retraso de la convergencia de la inflación hacia su objetivo a medio plazo. Las perspectivas de inflación han continuado por debajo del objetivo del Consejo de Gobierno, debido a la ralentización de la dinámica de crecimiento de la zona del euro. Las tasas de inflación, tanto observadas como proyectadas, no han logrado repuntar en los últimos meses, las medidas de la inflación subyacente se han mantenido, en general, en niveles moderados, y los indicadores de mercado y de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo permanecen en niveles históricamente bajos. Este panorama también ha quedado reflejado en las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro, que recogen una nueva revisión a la baja de las perspectivas de inflación y de crecimiento.

Para cumplir su objetivo de estabilidad de precios en la zona del euro, el Consejo de Gobierno adoptó un importante paquete de medidas de política monetaria. El paquete consta de cinco medidas: i) un recorte del tipo de interés aplicado a la facilidad de depósito; ii) ajustes de la política de *forward guidance* sobre los tipos de interés oficiales del BCE; iii) la reanudación de las adquisiciones netas de activos en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés); iv) cambios en las modalidades de la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), y v) la introducción de un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas. Estas medidas se complementan entre sí para proporcionar un estímulo monetario sustancial y contribuirán a asegurar que las condiciones financieras en los distintos segmentos de los mercados sean lo suficientemente favorables como para promover la reacceleración del crecimiento y el anclaje de las expectativas de inflación. Las medidas mantienen unas condiciones de financiación bancaria favorables y contribuyen también a la transmisión fluida de la orientación acomodaticia de la política monetaria a la economía real.

En primer lugar, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito hasta el $-0,50\%$. En un entorno de exceso de liquidez, el tipo de interés de la facilidad de depósito es el ancla de los tipos de interés a corto plazo, que, a su vez, sustentan el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El tipo de interés del mercado interbancario (eonia) sirve de anclaje de la curva de tipos *swap* de índices a un día en la zona del euro, que se utiliza para determinar el precio de muchos instrumentos financieros y, en particular,

de los tipos de referencia de los préstamos. De este modo, los recortes del tipo de interés de la facilidad de depósito proporcionan un estímulo de política monetaria a toda la estructura temporal de tipos de interés, influyendo así sobre los costes de financiación de las empresas y los hogares. Por tanto, la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos proporciona un mayor grado de acomodación y, además, anima a los bancos a conceder crédito a la economía en vez de acumular liquidez, lo que debería prestar apoyo al canal de recomposición de carteras del APP.

En segundo lugar, el Consejo de Gobierno proporcionó una indicación clara sobre la senda futura de los tipos de interés a corto plazo modificando el elemento de condicionalidad a la situación económica (state-based) de su política de *forward guidance*. Los ajustes complementan el énfasis del Consejo de Gobierno en la simetría de su objetivo de inflación que recalcó en su reunión de julio, subrayando su determinación de actuar ante unas tasas de inflación por debajo de niveles compatibles con su definición de estabilidad de precios con el mismo compromiso que si se sitúan por encima del objetivo. En la reunión de septiembre se proporcionaron aclaraciones adicionales sobre la política de *forward guidance*.

El Consejo de Gobierno ha reforzado ahora el elemento de condicionalidad a la situación económica (state-based) de su *forward guidance* vinculándola a una serie de condiciones más estrictas para las perspectivas de inflación.

Estas mejoras aclaran la función de reacción del Consejo de Gobierno en lo que respecta a la evolución de las perspectivas de inflación. En concreto, el Consejo de Gobierno espera ahora que los tipos de interés oficiales del BCE continúen «en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observemos una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2% en nuestro horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente». La referencia a niveles «suficientemente próximos, aunque inferiores, al 2%» indica que las perspectivas de inflación deben aumentar de forma significativa con respecto a los actuales niveles observados y esperados, y que será necesario realizar un seguimiento de la convergencia de dichas perspectivas a lo largo del horizonte de proyección. Además, esta convergencia ha de ser robusta, lo que significa que el Consejo de Gobierno quiere estar seguro de que el proceso de convergencia se encuentra en una fase suficientemente madura y realista antes de empezar a subir los tipos de interés oficiales. El requisito de que la convergencia debe reflejarse en la dinámica de la inflación subyacente garantiza que la trayectoria de la inflación observada sostenga las perspectivas de inflación. Estos elementos proporcionan una salvaguardia frente a reacciones demasiado intensas a perturbaciones transitorias de la inflación, así como frente a errores de predicción y de medición.

La política de *forward guidance* reforzada subraya el compromiso del Consejo de Gobierno de mantener una orientación muy acomodaticia mientras sea necesario para alcanzar de forma sostenible unos niveles de inflación en torno a su objetivo a medio plazo. Asimismo, el Consejo de Gobierno señaló que podría haber nuevos recortes de los tipos de interés si así lo

requerían las perspectivas de inflación, manteniendo un «sesgo expansivo» en relación con los tipos de interés oficiales.

En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió reanudar las compras netas de activos en el marco del APP a un ritmo mensual de 20 mm de euros y continuará con las reinversiones durante un período prolongado. La reanudación de las compras netas de activos mantendrá controlados los tipos de interés a largo plazo mediante la compresión de las primas de riesgo. Al mismo tiempo, determinó seguir 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 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. El Consejo de Gobierno decidió también ampliar la posibilidad de adquirir activos con rendimientos inferiores al tipo de interés de la facilidad de depósito, en la medida en que sea necesario, a los programas del sector privado que forman parte del APP: el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3), el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP) y el programa de compras de bonos corporativos (CSPP). Esta ampliación facilitará la continuada aplicación fluida del APP y refleja los cambios en los tipos de interés de mercado en relación con el tipo de interés de la facilidad de depósito.

La reanudación de las compras netas de activos complementará el efecto de la política de *forward guidance* sobre los tipos de interés, ya que está previsto que las adquisiciones continúen durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos de interés oficiales y que finalicen poco antes de que los tipos se incrementen. Ello potencia el papel señalizador para los tipos de interés oficiales. Dado que el elemento de condicionalidad a la situación económica (*state-based*) relativa a los tipos de interés oficiales del BCE de su política de *forward guidance* se basa en la evolución de la inflación proyectada y de la subyacente, condiciona el horizonte de las compras netas a las perspectivas de inflación. Además, la vinculación de la política de reinversión a los tipos de interés garantiza asimismo que el horizonte de reinversión avance en paralelo a la evolución esperada de los tipos de interés, reforzando así el impacto acomodaticio de estos últimos.

En cuarto lugar, el Consejo de Gobierno decidió ajustar las modalidades de las TLTRO III. El ajuste ha hecho más atractivo el coste de financiación de las nuevas operaciones. En concreto, se ha eliminado el diferencial de 10 puntos básicos con respecto a los tipos de interés, iniciales y mínimos, aplicables a la financiación, anunciado en junio. El tipo de interés de cada operación se fijará ahora en el tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación a lo largo del período de vigencia de la TLTRO III correspondiente. A las entidades que superen el umbral de referencia de concesión de crédito se les ofrecerá un tipo más reducido, que podrá ser tan bajo como el tipo de interés medio de la facilidad de depósito. El nuevo coste de financiación brindará apoyo a las condiciones de financiación bancaria para asegurar que las entidades de crédito continúan ofreciendo unas condiciones de concesión de crédito favorables a las empresas y a los hogares. Además, el plazo

de vencimiento de las TLTRO III se ha ampliado de dos a tres años, con el fin de ajustarlas mejor al plazo que suele tener el crédito bancario destinado a financiar proyectos de inversión. Ello aumenta el respaldo que proporcionarán las TLTRO III a la financiación de la economía real. Por último, las entidades de contrapartida tendrán la oportunidad de realizar trimestralmente reembolsos anticipados voluntarios de los fondos obtenidos, transcurridos dos años desde la fecha de inicio de cada operación. Conjuntamente, estas modificaciones preservarán unas condiciones de financiación bancaria favorables, garantizarán la transmisión fluida de la política monetaria y reforzarán en mayor medida la orientación acomodaticia de esta política.

Por último, el Consejo de Gobierno decidió introducir un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, según el cual el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito no se aplicará a una parte del exceso de liquidez de las entidades de crédito. El Consejo de Gobierno ha estado realizando un estrecho seguimiento de los posibles efectos colaterales de los tipos de interés negativos sobre la intermediación bancaria, efectos que pueden cobrar mayor importancia cuanto más tiempo permanezcan los tipos en terreno negativo y más bajos estén. A este respecto, el sistema de dos tramos contribuirá a preservar el impacto positivo de la política de tipos negativos en la economía contrarrestando parte del efecto directo sobre la rentabilidad bancaria. El volumen máximo de reservas por encima de las exigencias de reservas mínimas al que no se aplicará el tipo de la facilidad de depósito —el tramo exento— se calculará como un múltiplo de las exigencias de reservas mínimas de las entidades de crédito. El multiplicador, que se aplicará a partir del séptimo período de mantenimiento de 2019, será 6, y el tramo exento se remunerará al tipo anual del 0 %¹². El tipo de remuneración del tramo exento y el multiplicador que determina su importe máximo podrán modificarse con el tiempo, en función de las condiciones en los mercados monetarios. En las condiciones de liquidez actuales¹³, el tramo exento podría ser el 43 % del exceso de liquidez si las entidades de crédito utilizan todos los importes exentos. Ello apoyará la transmisión de la política monetaria a través de las entidades de crédito, y de este modo aumentará la efectividad de la política de tipos de interés negativos en la traslación de los bajos niveles de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés del crédito bancario.

Este amplio paquete de medidas de política monetaria contribuirá a la convergencia de la inflación hacia el objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno. A través de cada una de las medidas y de su impacto de refuerzo mutuo, las decisiones de política monetaria de septiembre proporcionarán un estímulo monetario sustancial para asegurar que las empresas y los hogares pueden seguir

¹² El importe del tramo exento se determina como los saldos medios mantenidos por las entidades en sus cuentas de reservas al final de cada día natural durante un período de mantenimiento. Por tanto, incluidas las exigencias de reservas mínimas, que se remuneran al tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación (actualmente, el 0 %), el volumen máximo total de reservas (es decir, reservas obligatorias más exceso de reservas) al que no se aplica el tipo de la facilidad de depósito se limita a siete veces las exigencias de reservas mínimas.

¹³ Basadas en el nivel medio de las exigencias de reservas mínimas y del exceso de liquidez durante el tercer y el cuarto período de mantenimiento de 2019; véase el recuadro titulado «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 17 de abril y el 30 de julio de 2019» en este *Boletín Económico*.

obteniendo financiación a tipos muy atractivos. Las favorables condiciones de financiación respaldarán la expansión económica apoyando la dinámica del consumo y de la inversión, lo que, a su vez, contribuirá a la convergencia de la inflación hacia el objetivo del Consejo de Gobierno.

En cualquier caso, el Consejo de Gobierno reiteró que sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos según proceda, a fin de orientar la inflación hacia su objetivo de forma sostenida. Será necesario continuar con una orientación muy acomodaticia de la política monetaria durante un período prolongado. El paquete de medidas de política monetaria de septiembre subraya la determinación y la disposición del Consejo de Gobierno para proporcionar el grado de acomodación necesario para cumplir su objetivo de estabilidad de precios. En caso de que las perspectivas de inflación continúen en niveles muy por debajo de su objetivo durante un tiempo prolongado, el Consejo de Gobierno sigue estando preparado para utilizar todos sus instrumentos según proceda, con el fin de asegurar una convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo, esto es, niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo, en línea con su compromiso de simetría.

2

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 17 de abril y el 30 de julio de 2019

Annette Kamps y Christian Lizarazo

En este recuadro se describen la situación de liquidez del Eurosistema y las operaciones de política monetaria del BCE durante el tercer y el cuarto períodos de mantenimiento de reservas de 2019, comprendidos entre el 17 de abril y el 11 de junio de 2019, y entre el 12 de junio y el 30 de julio de 2019, respectivamente. Durante este período, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente. En paralelo, el Eurosistema continuó con la fase de reinversión de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), por lo que siguió reinvirtiendo el principal de los valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos que fueron venciendo.

Necesidades de liquidez

En el período analizado, las necesidades de liquidez diarias agregadas del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.511,3 mm de euros, lo que representa un incremento de 14,9 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el primer y el segundo período de mantenimiento de 2019) (cuadro A). Estas necesidades de liquidez ligeramente mayores fueron resultado, en gran medida, del incremento de 13 mm de euros registrado en los factores autónomos netos, que pasaron a situarse en una cifra de 1.381,3 mm de euros durante el período considerado.

El aumento de los factores autónomos netos fue consecuencia del incremento de los factores de absorción de liquidez, que compensó con creces el crecimiento de los factores de inyección de liquidez. El aumento de los factores de absorción de liquidez tuvo su origen principalmente en «Otros factores autónomos», que crecieron, en promedio, 28,2 mm de euros —hasta alcanzar los 788,7 mm de euros—, y en los billetes en circulación, que registraron un incremento medio de 21,8 mm de euros y se situaron en 1.234,1 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas, que pueden mostrar volatilidad estacional, se mantuvieron prácticamente sin variación en un promedio de 270,5 mm de euros (lo que representa un aumento de 7,2 mm de euros) durante el período considerado. Entre los factores de inyección de liquidez, los activos netos denominados en euros aumentaron, en promedio, 16,3 mm de euros —hasta situarse en 213 mm de euros— con respecto al período anterior, durante el cual un patrón estacional al final

del año se tradujo en un incremento más pronunciado. Otro de los factores fue el mayor valor de los activos exteriores netos, que crecieron, en promedio, 27,9 mm de euros, de modo similar al período de referencia anterior.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo - necesidades de liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 17 de abril a 30 de julio de 2019				Período de referencia anterior: 30 de enero - 16 de abril de 2019
	Tercer y cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento: 17 de abril - 11 de junio	Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio - 30 de julio	Primer y segundo período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.293,3 (+57,2)	2.253,4 (+3,5)	2.339,0 (+85,6)	2.236,1 (+59,3)	
Billetes en circulación	1.234,1 (+21,8)	1.228,1 (+12,4)	1.240,8 (+12,7)	1.212,2 (+2,2)	
Depósitos de las AAPP	270,5 (+7,2)	248,3 (-22,2)	295,9 (+47,6)	263,3 (+27,2)	
Otros factores autónomos	788,7 (+28,2)	776,9 (+13,3)	802,3 (+25,3)	760,6 (+29,9)	
Cuentas corrientes	1.372,5 (+1,2)	1.404,6 (+25,6)	1.335,7 (-68,9)	1.371,3 (+13,7)	
Instrumentos de política monetaria	717,5 (-40,1)	730,8 (-17,3)	702,3 (-28,5)	757,6 (-7,3)	
Exigencias de reservas mínimas ¹	130,1 (+1,9)	128,8 (+0,4)	131,5 (+2,6)	128,1 (+1,1)	
Facilidad de depósito	587,4 (-42,0)	601,9 (-17,7)	570,8 (-31,1)	629,4 (-8,4)	
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	

Activo - oferta de liquidez

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 17 de abril - 30 de julio de 2019				Periodo de referencia anterior: 30 de enero - 16 de abril de 2019	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento: 17 de abril - 11 de junio	Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio - 30 de julio	Primer y segundo período de mantenimiento		
Factores autónomos de liquidez	912,3 (+44,2)	904,9 (+18,0)	920,8 (+16,0)	868,1 (+75,4)		
Activos exteriores netos	699,4	(+27,9)	689,7	(+11,1)	710,3	(+20,6)
Activos netos denominados en euros	213,0	(+16,3)	215,1	(+6,9)	210,5	(-4,6)
Instrumentos de política monetaria	3.341,2 (-27,9)	3.355,2 (-6,8)	3.325,1 (-30,0)	3.369,1 (-10,8)		
Operaciones de mercado abierto	3.341,0	(-28,0)	3.354,8	(-7,1)	3.325,1	(-29,7)
Operaciones de subasta	715,1	(-12,6)	724,2	(-1,8)	704,7	(-19,5)
OPF	5,1	(-0,8)	5,5	(-0,2)	4,6	(-0,9)
OFPML a tres meses	3,3	(-0,7)	3,3	(-0,3)	3,3	(-0,0)
Operaciones TLTRO-II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Carteras en firme	2.625,9	(-15,4)	2.630,6	(-5,2)	2.620,4	(-10,3)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	3,1	(-1,0)	3,2	(-0,7)	2,9	(-0,3)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	3,5	(-0,4)	3,5	(-0,3)	3,4	(-0,1)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	261,7	(-0,5)	261,9	(-0,1)	261,5	(-0,4)
Programa para los mercados de valores	61,4	(-3,9)	62,8	(+0,1)	59,7	(-3,1)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	26,1	(-0,0)	26,2	(+0,3)	26,0	(-0,2)
Programa de compras de valores públicos	2.092,4	(-9,2)	2.095,2	(-4,4)	2.089,2	(-6,0)
Programa de compras de bonos corporativos	177,7	(-0,3)	177,7	(-0,1)	177,6	(-0,1)
Facilidad marginal de crédito	0,2 (+0,1)	0,4 (+0,3)	0,0	(-0,3)	0,1	(-0,1)

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 17 de abril - 30 de julio de 2019				Periodo de referencia anterior: 30 de enero - 16 de abril de 2019	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento: 17 de abril - 11 de junio	Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio - 30 de julio	Primer y segundo período de mantenimiento		
Necesidades de liquidez agregadas	1.511,3	(+14,9)	1.477,4	(-14,3)	1.550,0	(+72,6)
Factores autónomos ²	1.381,3	(+13,0)	1.348,6	(-14,7)	1.418,6	(+70,0)
Exceso de liquidez	1.829,6	(-42,9)	1.877,4	(+7,3)	1.775,1	(-102,3)

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Periodo de referencia actual: 17 de abril - 30 de julio de 2019				Periodo de referencia anterior: 30 de enero - 16 de abril de 2019
	Tercer y cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento: 17 de abril - 11 de junio	Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio - 30 de julio	Primer y segundo período de mantenimiento	
OPF	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Facilidad de depósito	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
Eonia	-0,363 (+0,00)	-0,360 (+0,01)	-0,367 (-0,01)	-0,367 (-0,00)	

Fuente: BCE.

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

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

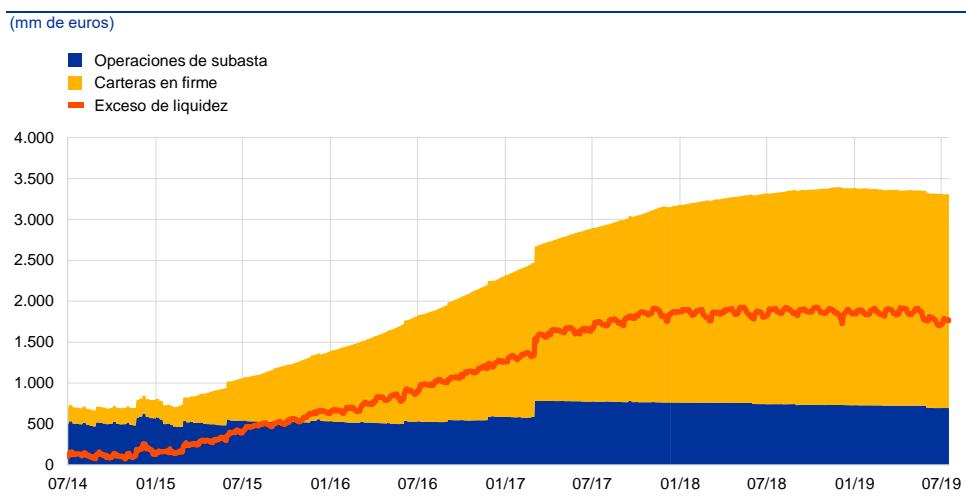
2) El valor total de los factores autónomos incluye también «partidas en curso de liquidación».

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —incluidas tanto operaciones de subasta como carteras mantenidas con fines de política monetaria— se redujo en 27,9 mm de euros, hasta un importe de 3.341,2 mm de euros (véase gráfico A). Este descenso estuvo motivado por la menor demanda en las operaciones de subasta y por la disminución de la liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas con fines de política monetaria, debido a las amortizaciones de los valores adquiridos en el marco del programa para los mercados de valores (SMP, por sus siglas en inglés) y a un ligero retroceso del valor contable de los activos adquiridos en el programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés). Durante la fase de reinversión es posible que, por razones operativas, se produzcan algunas desviaciones temporales en el tamaño y la composición del APP.

Gráfico A

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



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta disminuyó ligeramente (en 12,6 mm de euros) durante el período considerado y se situó en 715,1 mm de euros. Esta disminución fue atribuible, principalmente, a la menor liquidez inyectada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), que se redujo, en promedio, en 11,2 mm de euros, como resultado de los reembolsos anticipados voluntarios. La menor demanda de las entidades de contrapartida se tradujo en un descenso (de 0,8 mm de euros) de la liquidez proporcionada a través de las OPF hasta situarse, en promedio, en 5,1 mm de euros, y en una caída (de 0,7 mm de euros) de la liquidez inyectada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, que se situó, en promedio, en 3,3 mm de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria se redujo en 15,4 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.625,9 mm de euros, debido a las amortizaciones de los bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y a un ligero descenso observado en el PSPP. Las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos primeros programas de adquisiciones de bonos garantizados ascendieron a 5,4 mm de euros en total. Con respecto a las carteras del APP, desde el 1 de enero de 2019 el programa se encuentra en la fase de reinversión. Durante esta fase es posible que, por razones operativas, se produzcan algunas desviaciones temporales en el tamaño y la composición del APP¹⁴. El PSPP se redujo ligeramente (9,2 mm de euros) durante el período considerado y se situó, en promedio, en 2.092,4 mm de euros.

¹⁴ Véase el artículo titulado «[Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez se redujo en comparación con el período anterior, en 42,9 mm de euros, hasta los 1.829,6 mm de euros (véase gráfico A). Este descenso refleja el aumento de los factores autónomos netos y la disminución de la liquidez inyectada a través de las operaciones de subasta y de las carteras mantenidas con fines de política monetaria del Eurosistema. En cuanto a la distribución del exceso de liquidez entre las cuentas corrientes y la facilidad de depósito, los saldos medios en cuenta corriente registraron un leve incremento (de 1,2 mm de euros) y se situaron en 1.372,5 mm de euros, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito descendió en 42 mm de euros y se situó en 587,4 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés a un día de las operaciones con garantía y sin garantía del mercado monetario se mantuvieron próximos al tipo de la facilidad de depósito del BCE. En el mercado de operaciones sin garantía, el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el -0,363 %, sin variación con respecto al período de referencia anterior. El eonia fluctuó en una banda comprendida entre el mínimo de -0,379 % observado el 19 de junio y el máximo del -0,252 % registrado el 7 de junio, antes del lunes de Pentecostés (10 de junio). El aumento del tipo coincidió con una caída notable del volumen de casi 800 millones de euros, hasta situarse en 611 millones de euros entre el jueves, 6 de junio, y el viernes, 7 de junio. Cabe señalar que las entidades de crédito que integran el panel que determina el eonia han mostrado desde siempre una tendencia a pasar de plazos de un día a plazos de dos o tres días con el propósito de cubrir los fines de semana largos. Como resultado, el volumen del eonia suele reducirse bruscamente esos días. En cuanto al mercado monetario de operaciones con garantía, el diferencial de los tipos *repo* medios a un día del mercado con activos de garantía generales (GC Pooling)¹⁵ entre las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía se amplió ligeramente. En comparación con el período de referencia anterior, el tipo *repo* medio a un día para la cesta estandarizada de activos de garantía aumentó en 0,6 puntos básicos, hasta situarse en el -0,419 %, mientras que el correspondiente a la cesta ampliada registró un incremento de 1,1 puntos básicos y se situó en el -0,397 %.

¹⁵ El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

3

El papel de los factores internos y externos en la caída de la producción industrial de la zona del euro

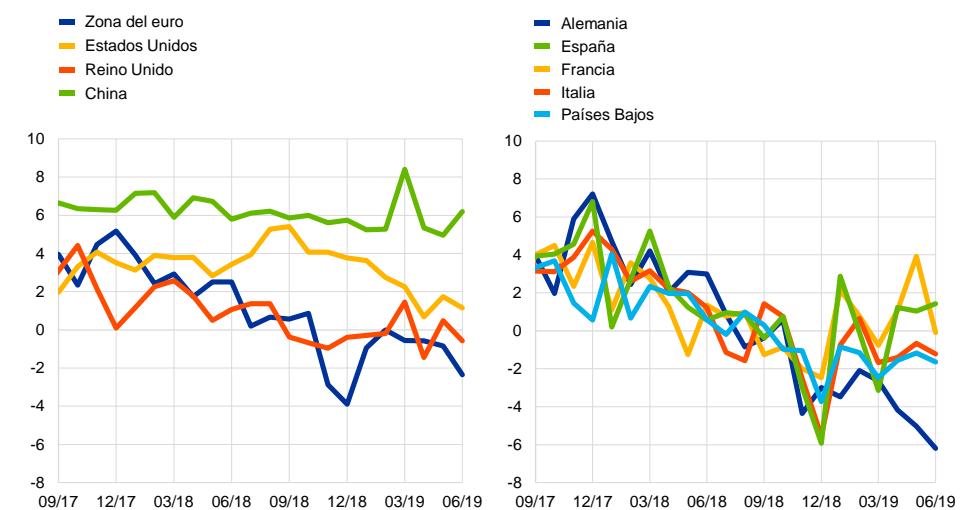
Roberto A. De Santis y Srečko Zimic

Después de experimentar un acusado descenso en 2018, en un contexto de debilidad del comercio mundial, la tasa de crecimiento interanual de la producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro se recuperó marginalmente en 2019, aunque se mantuvo en niveles negativos. En el período comprendido entre enero de 2018 y junio de 2019, esta tasa se redujo 6,3 puntos porcentuales en total y pasó del 3,9 % al –2,4 % (véase gráfico A). Esta caída es, con diferencia, la mayor registrada en las principales economías en ese período. En Estados Unidos, la producción industrial empezó a disminuir más tarde, en septiembre de 2018. Entre los países más importantes de la zona del euro, los descensos más acusados correspondieron a Alemania (10,9 puntos porcentuales), Países Bajos (5,7 puntos porcentuales) e Italia (5,5 puntos porcentuales). En Francia y en España, la producción industrial cayó en 2018, en consonancia con la evolución observada en los demás países de la zona del euro, pero esta tendencia negativa revirtió en 2019, aunque la volatilidad sigue siendo elevada. La ralentización de la actividad manufacturera en la zona parece haber tenido un impacto adverso sobre las tasas de crecimiento de algunos subcomponentes de los servicios, aunque hasta ahora este sector ha mantenido, en general, una capacidad de resistencia relativa. En este recuadro se examinan los factores que explican la evolución de la producción industrial de la zona del euro, con el objetivo de cuantificar la importancia relativa de las perturbaciones internas frente a las externas, desde la óptica de un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés) multipaís.

Gráfico A

Producción industrial, excluida la construcción, de la zona del euro y de otras economías importantes

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: La última observación corresponde a junio de 2019.

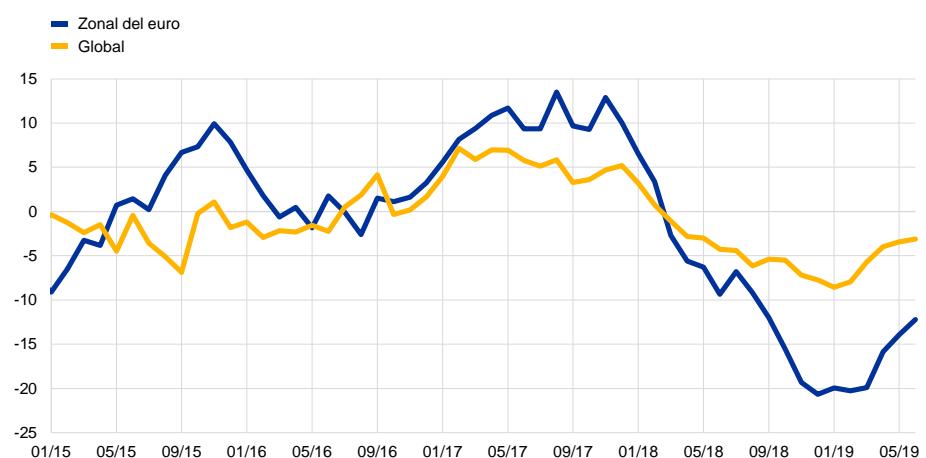
La evolución descrita se produjo en un entorno de caída del comercio mundial.

Como consecuencia de la intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y de la incertidumbre sobre el Brexit, los nuevos pedidos exteriores se desplomaron a nivel global durante el período considerado, y la caída fue aún más pronunciada en la zona del euro (véase gráfico B).

Gráfico B

Índices de directores de compras de nuevos pedidos exteriores: global y de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: Markit.

Nota: La última observación corresponde a junio de 2019.

Para analizar la relevancia del contagio de factores externos a la producción industrial de la zona del euro se utiliza un modelo que incorpora esta producción en varias economías importantes. En el modelo se emplean series

mensuales desestacionalizadas de la producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro, China, Reino Unido y Estados Unidos (véase gráfico A). La estimación cubre un período muestral relativamente breve (de enero de 2007 a junio de 2019), en parte porque puede que las relaciones económicas entre los países fueran diferentes antes de la crisis económica y financiera mundial, pero también para incluir datos de China. Asimismo, el modelo incluye un factor global, que se aproxima por el Índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) global de nuevos pedidos exteriores (véase gráfico B). Para dar mayor relevancia a este factor de comercio mundial, se considera que reacciona solo de forma retardada a las perturbaciones de la producción industrial en los distintos países, mientras que la producción industrial de cada país reacciona a las perturbaciones globales de forma contemporánea. Todas las demás variables se modelizan partiendo del supuesto de que una perturbación tiene un efecto inmediato sobre la variable en el país de origen que, en términos absolutos, es superior a su impacto sobre variables externas¹⁶.

Los resultados del modelo sugieren que la caída de la producción industrial de la zona del euro del año pasado estuvo determinada por el debilitamiento de la demanda externa de bienes de la zona y por perturbaciones internas adversas. Aunque la debilidad del comercio internacional fue el factor que más contribuyó al menor crecimiento de la producción industrial de la zona del euro en la primera mitad de 2018 (véanse las barras de color gris del gráfico C)¹⁷, a partir de julio de 2018 factores específicos de la zona del euro también desempeñaron un papel destacado (véanse las barras de color amarillo). Además, se ha de señalar que la producción industrial de la zona se ha visto afectada por la evolución observada recientemente en Estados Unidos (véanse las barras de color rojo del gráfico C). La contribución negativa de China se ha mantenido relativamente estable desde principios de 2016. Habida cuenta de la evolución que se muestra en el gráfico A para Alemania, las perturbaciones internas de la zona del euro podrían reflejar una dinámica negativa del sector automovilístico alemán. La introducción de una nueva prueba para la medición de las emisiones de los automóviles el 1 de septiembre de 2018 —el procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial (WLTP, por sus siglas en inglés)—, que provocó perturbaciones de oferta en Alemania, y quizás también la posible prohibición de los motores diésel anunciada en el verano de 2018, cuya entrada en vigor en las grandes ciudades alemanas está prevista para 2019 —lo que puede haber disuadido a los consumidores de comprar vehículos diésel—, parecen ser los principales determinantes, transitorios y específicos de un país, que explican buena parte de la caída de la producción industrial observada en la zona del euro en la segunda mitad de 2018. El aumento más reciente de la contribución negativa de los factores internos al crecimiento de la producción industrial de la zona del euro (en junio de 2019) se debe al menor crecimiento de la producción industrial en Alemania (véase

¹⁶ El método de identificación de perturbaciones se explica en R. A. De Santis y S. Zimic, «[Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions](#)», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 33, n.º 5, 2018, pp. 727-747.

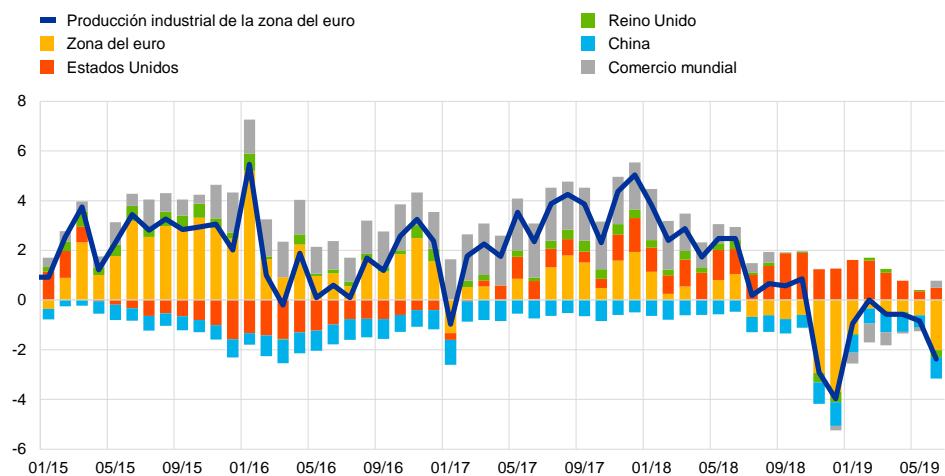
¹⁷ En la primera mitad de 2018, la contribución negativa del factor de comercio mundial a la variación de la producción industrial de la zona del euro fue de 1,5 puntos porcentuales, que es la diferencia entre la barra de color gris (gráfico C) de junio de 2018 y la correspondiente a enero de 2018.

gráfico A), lo que posiblemente esté vinculado al avance más débil del consumo en este país en el segundo trimestre de 2019.

Gráfico C

Descomposición de las perturbaciones sobre la producción industrial, excluida la construcción, de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las perturbaciones sobre la producción industrial de los países se identifican utilizando el método de restricciones de magnitud absoluta (véase R. A. De Santis y S. Zimic, *op. cit.*), que se supone que el impacto de la perturbación en la economía nacional cuando se produce es mayor en términos absolutos que la magnitud del contagio de una perturbación externa. Se considera que el PMI global de nuevos pedidos exteriores, que es una aproximación del comercio mundial, reacciona a las perturbaciones sobre la producción industrial de los países de forma retardada. El período muestral total abarca de enero de 2007 a junio de 2019.

En síntesis, la caída del crecimiento de la producción industrial de la zona del euro durante el año pasado parece haber estado determinada tanto por la intensificación de las tensiones comerciales como por factores internos. Entre julio de 2018 y junio de 2019, el factor de comercio mundial y todos los factores asociados a la evolución de China, Reino Unido y Estados Unidos explican el 37 % de la reducción del crecimiento de la producción industrial de la zona del euro, mientras que los factores internos contribuyeron al 63 % de la caída, aunque parte de este efecto puede ser resultado de factores transitorios relacionados con el sector del automóvil en la segunda mitad de 2018. La notable debilidad de la actividad manufacturera puede estar transmitiéndose a algunos subcomponentes de los servicios, pero, en general, este sector está resistiendo la perturbación negativa. Las posibles implicaciones para los servicios deben vigilarse de cerca.

Comparación de la expansión actual del empleo en la zona del euro con patrones históricos

Vasco Botelho y António Dias da Silva

En este recuadro se analiza la expansión actual del empleo en la zona del euro y se compara con períodos anteriores de crecimiento de la ocupación.

Desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2013, el empleo ha crecido durante casi seis años consecutivos en la zona del euro. Desde que comenzó su actual fase expansiva, el empleo ha aumentado en más de 11 millones de personas, mientras que la tasa de paro se ha reducido más de 4 puntos porcentuales y se ha situado en niveles próximos a los observados antes de la crisis. Al mismo tiempo, el avance de la productividad del trabajo y de los salarios reales ha sido relativamente débil. En este contexto, el objetivo de este recuadro es identificar las similitudes y las diferencias entre la actual expansión del empleo y episodios de crecimiento anteriores. En particular, se adopta una perspectiva de largo plazo para analizar la relación entre el avance del empleo y el del PIB, el comportamiento del desempleo y la relación entre el crecimiento de la productividad y el de los salarios reales. Este análisis se basa en datos anuales de la base de datos AMECO de la Comisión Europea relativos a los doce primeros países que integraron la zona del euro¹⁸ y correspondientes al período comprendido entre 1960 y 2018. A continuación, esta información se divide en diez períodos distintos de crecimiento consecutivo —positivo o negativo— del empleo¹⁹, que permiten identificar fases expansivas y contractivas del empleo y son una referencia útil para evaluar la fortaleza y la madurez de la expansión actual.

Desde una perspectiva histórica, la expansión actual del empleo no ha sido especialmente prolongada por el momento, y su crecimiento medio está siendo marginalmente inferior al observado durante la anterior fase expansiva. El gráfico A muestra el crecimiento medio anual del empleo y del PIB en los doce países considerados durante los períodos de expansión y contracción identificados. La duración mediana de la expansión del empleo fue de unos seis años —el período más largo de crecimiento consecutivo en el horizonte temporal analizado en este recuadro fue el comprendido entre 1995 y 2008—, mientras que la duración mediana de la contracción del empleo fue de alrededor de dos años. En este contexto, la actual fase expansiva del empleo no es especialmente prolongada. Si se considera el ritmo de avance, en los tres últimos períodos de crecimiento del

¹⁸ Los doce países considerados en este análisis son Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. A este grupo de países de la zona del euro (ZE) se le denomina «ZE-12».

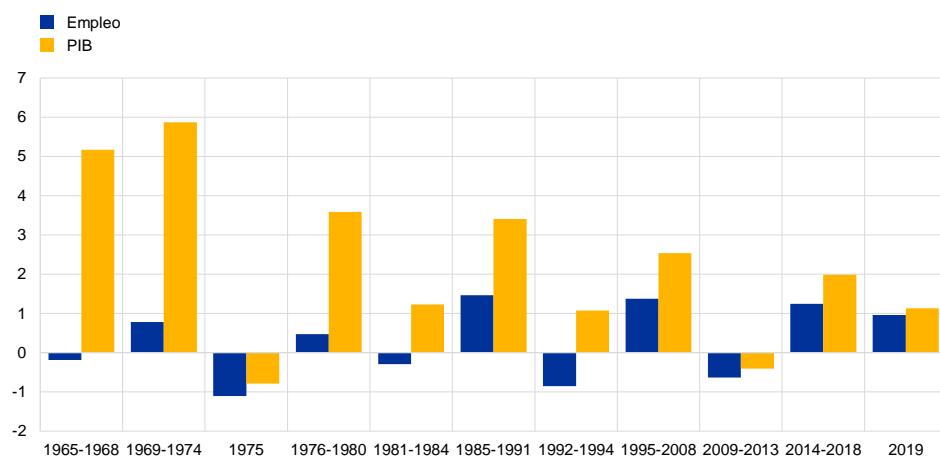
¹⁹ Partiendo de esta definición, los datos históricos correspondientes a los años comprendidos entre 1960 y 2018 se dividieron en diez períodos distintos. El año 2011 es una excepción, dado que se ha incluido en un período de contracción pese a registrar un ligero incremento del crecimiento del empleo. Los datos correspondientes a 2019 se muestran de forma separada y se basan en las previsiones económicas de primavera de 2019 de la Comisión Europea, para garantizar la coherencia con el análisis de los datos históricos de AMECO.

empleo, este aumentó, en promedio, un 1,4 % al año. En cambio, en la expansión actual, el empleo ha crecido a una tasa aproximada del 1,2 % al año entre 2014 y 2018, y las previsiones señalan una tasa más baja para 2019²⁰.

Gráfico A

Crecimiento medio anual del empleo y crecimiento del PIB real

(porcentajes, por año)



Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

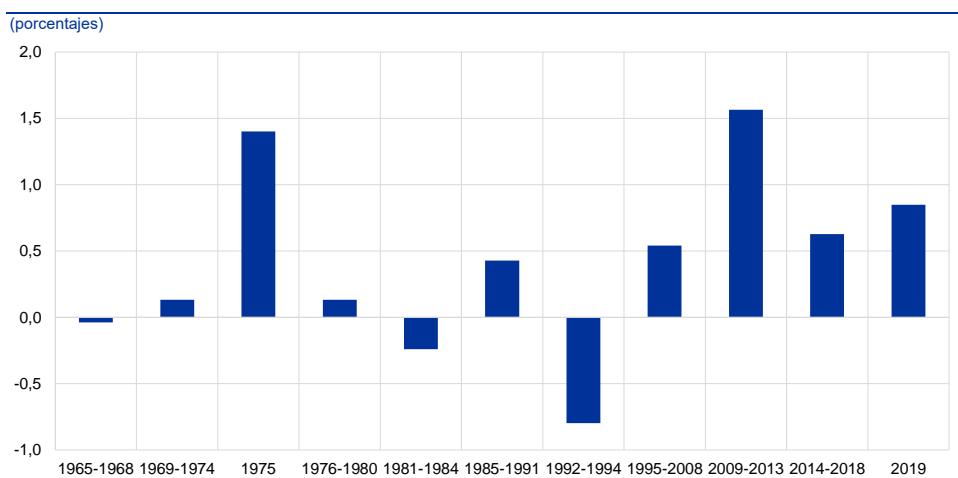
Nota: Los datos de 2019 se basan en las previsiones económicas de primavera de la Comisión Europea para la ZE-12, que pueden consultarse en la base de datos AMECO.

Asimismo, si el avance del empleo se analiza en relación con el del PIB real, el peso del empleo en la actual expansión es mayor que en ciclos expansivos anteriores²¹. De hecho, la tasa media de crecimiento del PIB real en la actual fase de expansión del empleo es la más baja observada en cualquiera de los ciclos expansivos del período de la muestra, aunque el avance del empleo se ha ralentizado en menor medida. Desde una perspectiva de más largo plazo, las tres últimas fases de crecimiento del empleo (2014-2018, 1995-2008 y 1985-1991) se caracterizaron por registrar un ritmo de avance considerablemente superior al de períodos anteriores. Ello implica que la elasticidad del crecimiento del empleo (al crecimiento del PIB) ha aumentado en estas tres últimas fases y que se ha incrementado de forma ininterrumpida entre el período 1985-1991 y la expansión actual (véase gráfico B).

²⁰ Dado que el objetivo de este análisis es comparar el crecimiento del empleo con el del PIB, no se tiene en cuenta explícitamente el cambio demográfico a lo largo del tiempo. En cambio, si se considera la ratio empleo/población, la evolución del empleo en el actual período expansivo parece mucho más pronunciada que en expansiones anteriores. En particular, en 2015 esta ratio (para el grupo de edades comprendidas entre 15 y 64 años) alcanzó cotas registradas antes de la crisis, y actualmente se sitúa en el nivel más alto observado durante el horizonte temporal analizado en este recuadro.

²¹ Véase también el recuadro titulado «Crecimiento del empleo y del PIB en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

Gráfico B
Elasticidad del empleo al PIB real



Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de 2019 se basan en las previsiones económicas de primavera de la Comisión Europea para la ZE-12, que pueden consultarse en la base de datos AMECO. La elasticidad se calcula como la ratio entre el crecimiento acumulado del empleo y el crecimiento acumulado del PIB en cada período.

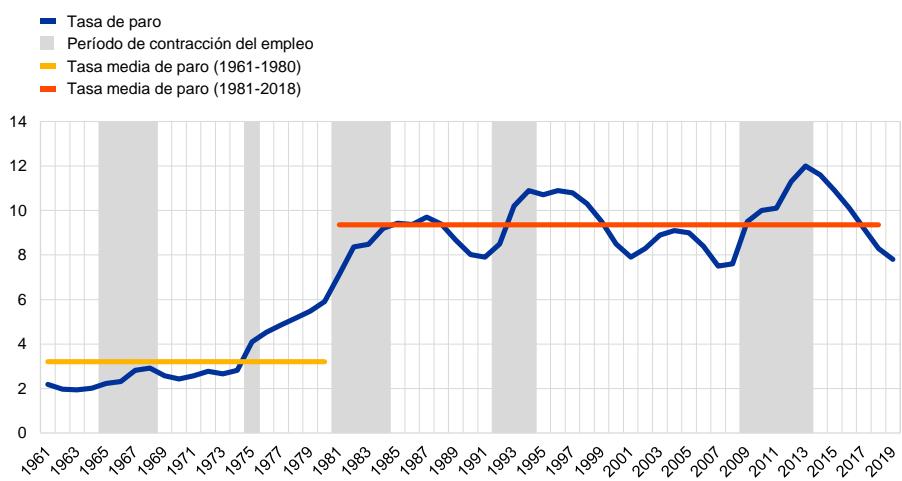
Además, la caída de la tasa de paro en el actual período expansivo ha sido especialmente acusada desde una perspectiva histórica. Durante los años 2014-2018, la tasa de paro se redujo, en promedio, 0,7 puntos porcentuales al año, el mayor ritmo de descenso de cualquiera de los períodos de cinco años de la muestra (véase gráfico C). Esta rápida caída se produjo en un contexto en el que dicha tasa se situó en niveles históricamente elevados. Desde una perspectiva de largo plazo se puede identificar un posible cambio estructural de la tasa de paro del grupo de doce países hacia mediados de los años setenta, cuando alcanzó un nivel sustancialmente más elevado²². De hecho, durante las tres últimas décadas, la tasa de paro anual rara vez se ha situado por debajo del 8 %. Si continúa reduciéndose al ritmo actual, en 2020 registrará niveles inferiores a los observados antes de la crisis. No obstante, queda por ver si la tasa de desempleo de la zona del euro podría disminuir hasta acercarse más a las cotas observadas antes de los años ochenta.

²² Varios autores han tratado de explicar el aumento del desempleo en Europa. Véase, por ejemplo, O. Blanchard, «European unemployment: the evolution of facts and ideas», *Economic Policy*, vol. 21, n.º 45, 2006, pp. 5-59, donde se sostiene que existen varias causas posibles del incremento observado en la década de los setenta. El aumento inicial del desempleo en Europa se atribuye al impacto de perturbaciones adversas y, en gran medida, comunes, como la subida de los precios del petróleo y la desaceleración del crecimiento de la productividad. Además, la existencia de instituciones diferentes se ha traducido en resultados heterogéneos en los distintos países, y algunas políticas de empleo no fueron la respuesta adecuada para afrontar el aumento del desempleo.

Gráfico C

Tasa de paro

(porcentajes)



Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de 2019 se basan en las previsiones económicas de primavera de la Comisión Europea para la ZE-12, que pueden consultarse en la base de datos AMECO.

El descenso del desempleo y el crecimiento del empleo en la expansión actual han coincidido con una moderación de los costes laborales, que, sin embargo, ha sido menos intensa que la observada en la expansión anterior. Los salarios reales crecieron a una tasa media del 0,3 % al año durante el período 2014-2018, por debajo de la tasa del 0,5 % registrada en la fase expansiva precedente. Sin embargo, el crecimiento medio de la productividad en la expansión actual ha sido de solo el 0,7 %, mientras que en la anterior se situó en el 1,1 %²³. Así pues, los costes laborales unitarios reales han seguido disminuyendo, aunque a un ritmo menor²⁴ (véase gráfico D). Desde una perspectiva de más largo plazo, la caída del crecimiento medio del PIB, junto con la mayor elasticidad de la expansión del empleo al avance del PIB, está asociada a una reducción de la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo por persona ocupada. La desaceleración de la productividad en los doce países de la muestra se ha prolongado a lo largo de las cuatro últimas décadas y ha ido acompañada de una ralentización del avance de los salarios reales. Esta ralentización fue especialmente acusada si se compara con la del crecimiento de la productividad durante la década de 1980, lo que dio lugar a una fuerte caída de la participación de las rentas del trabajo en el PIB en ese período, ya que los salarios reales empezaron a reaccionar con menor intensidad a la evolución de la productividad del trabajo.

²³ Los salarios reales se definen como la remuneración por asalariado en términos reales en el total de la economía, mientras que la productividad del trabajo se define como el producto interior bruto real por persona ocupada. Para la conversión de términos nominales a reales se utiliza el deflactor de precios del PIB a precios de mercado.

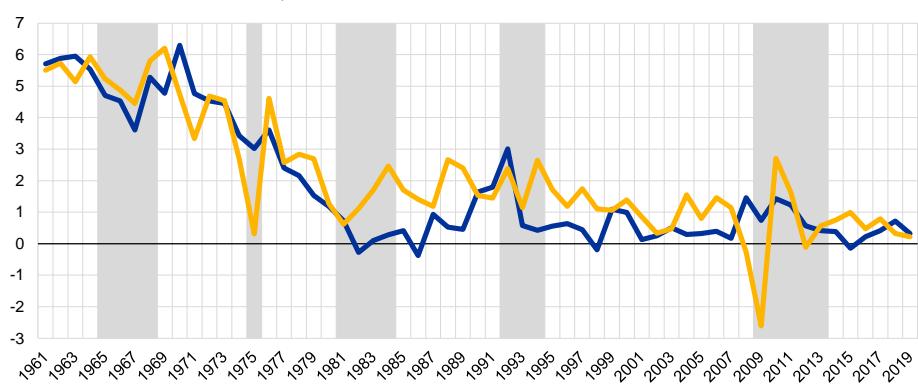
²⁴ La tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios reales puede calcularse como la diferencia entre la tasa de avance de los salarios reales y la de la productividad del trabajo. Así pues, los costes laborales unitarios reales se redujeron, en promedio, un 0,6 % al año durante el período de expansión del empleo 1995-2008 y están experimentando un descenso medio del 0,4 % al año en la actual fase expansiva.

Gráfico D

Productividad del trabajo y remuneración real por asalariado

(tasas de crecimiento, porcentajes)

- Remuneración real por asalariado
- Productividad del trabajo
- Período de contracción del empleo



Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de 2019 se basan en las previsiones económicas de primavera de la Comisión Europea para la ZE-12, que pueden consultarse en la base de datos AMECO.

En general, este análisis de largo plazo ayuda a poner en perspectiva la reciente recuperación con respecto a períodos anteriores de expansión y contracción del empleo. Desde mediados de los años ochenta, el empleo reacciona al crecimiento del PIB con más intensidad, y en la expansión actual tiene mayor peso que en las anteriores. Sin embargo, la elasticidad del empleo al PIB ha sido históricamente más elevada (en términos absolutos) en las fases contractivas del empleo que en las expansivas, lo que pone en evidencia cierta asimetría en el ajuste de empleo en las fases alcistas y bajistas. La relación entre el avance del empleo y el del PIB puede haberse visto afectada por muchos factores, como las reformas estructurales orientadas a aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos, o los cambios de largo plazo en la composición sectorial del empleo y su crecimiento en el sector servicios. En definitiva, los cambios observados en la relación de largo plazo entre el empleo y el PIB, por un lado, y la remuneración real por asalariado y la productividad, por otro, también podrían reflejar otros factores, como un desplazamiento favorable de la curva de oferta de trabajo, o una evolución desfavorable de la productividad total de los factores o de la productividad del capital que contribuye al fortalecimiento de la demanda de trabajo frente a la de capital.

5

La volatilidad de la renta de los hogares a lo largo del ciclo económico

Moreno Roma Maarten Dossche y Jacob Hartwig

La renta de los hogares y la desigualdad de la riqueza han cobrado mayor importancia a la hora de entender la evolución de la economía en su conjunto.

Desde la crisis financiera ha aumentado la conciencia de que la heterogeneidad de los hogares y las empresas es esencial para comprender las fluctuaciones del ciclo económico (por ejemplo, a través de sus carteras o las dificultades en el acceso al crédito)²⁵. Al mismo tiempo, el público se interesa cada vez más por los aspectos distributivos de las políticas económicas. Además, la mayor disponibilidad de datos desagregados de empresas u hogares permite documentar regularidades empíricas microeconómicas relevantes. En esta línea, en este recuadro se arroja luz sobre la relación entre las fluctuaciones del ciclo económico y las variaciones de la renta de los trabajadores en la zona del euro.

La evidencia sugiere que la volatilidad de la renta de los hogares varía a lo largo del ciclo económico y de manera desigual entre trabajadores.

La volatilidad de los ingresos laborales de cada miembro del hogar puede considerarse la principal fuente de incertidumbre de la renta familiar, antes de tener en cuenta las transferencias sociales o la suma de recursos de los distintos miembros del hogar. Dada la importancia de dicho componente, Guvenen *et al.* documentan la distribución de las variaciones de los ingresos individuales utilizando un amplio conjunto de datos desagregados procedentes de registros administrativos de Estados Unidos²⁶, y muestran empíricamente que la asimetría de las variaciones de la renta es muy procíclica: la probabilidad de que los ingresos aumenten de forma acusada es menor durante las recesiones, siendo más probable que registren caídas sustanciales. Además, documentan que las perturbaciones agregadas no afectan de la misma manera a trabajadores con características diferentes: los ingresos de algunos trabajadores (por ejemplo, jóvenes, personas con salarios más bajos) son sistemáticamente más sensibles al ciclo económico que los de otros colectivos. Estos resultados contradicen las implicaciones de los modelos que habitualmente se utilizan para modelizar la incertidumbre en la renta de los hogares.

La incertidumbre de los hogares sobre su renta es importante para la propagación de las perturbaciones macroeconómicas y para la transmisión de las políticas económicas.

Varios autores consideran que los cambios en el grado de incertidumbre sobre la renta futura generan un ahorro por motivo precaución cuya magnitud cambia con el ciclo económico, lo que incrementa notablemente la

²⁵ Véase S. Ahn, G. Kaplan, B. Moll, T. Winberry y C. Wolf, «When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality», *NBER Macroeconomics Annual 2017*, vol. 32, 2018.

²⁶ Véase F. Guvenen, S. Ozkan y J. Song, «The Nature of Countercyclical Income Risk», *Journal of Political Economy*, vol. 122, n.º 3, junio de 2014, pp. 621-660.

sensibilidad del consumo a las fluctuaciones de la renta agregada²⁷. La evidencia muestra también que la proporción de los aumentos en la renta disponible que los hogares destinan al consumo es mayor en los hogares que afrontan una mayor incertidumbre respecto a su renta, lo que hace que el consumo agregado sea aún más sensible al ciclo económico²⁸. En la medida en que las rentas de los hogares con una propensión marginal a consumir elevada se beneficien más de las políticas macroeconómicas de estabilización, las diferencias entre hogares en el grado de incertidumbre sobre su renta también amplifican los efectos de las políticas fiscales y monetarias²⁹.

Las diferencias entre países de la zona del euro en el grado de incertidumbre sobre la renta futura pueden estudiarse utilizando información sobre ingresos procedente de encuestas. Debido a que la disponibilidad de datos era limitada hasta hace poco, todavía no se ha realizado ningún análisis sistemático de las tendencias —a lo largo del tiempo y a nivel individual— de la volatilidad de los ingresos de los trabajadores en la zona. Para abordar dicha cuestión, en este recuadro se utilizan los datos longitudinales sobre los niveles de renta individual observados durante un período de cuatro años obtenidos de la encuesta de la Unión Europea sobre la renta y las condiciones de vida (*European Union Statistics on Income and Living Conditions [EU-SILC]*). El análisis se centra en los cuatro países de mayor tamaño de la zona del euro. Ello contribuye a comprender mejor las regularidades empíricas microeconómicas en los países de la zona, al tiempo que se analizan las diferencias nacionales en términos de estructuras económicas y evolución macroeconómica reciente³⁰.

²⁷ Véanse A. McKay, «Time-varying idiosyncratic risk and aggregate consumption dynamics», *Journal of Monetary Economics*, vol. 88, junio de 2017, pp. 1-14; C. Bayer, R. Luetticke, L. Pham-Dao y V. Tjaden, «Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk», *Econometrica*, vol. 87, número 1, enero de 2019, pp. 255-290, y J. Heathcote y F. Perri, «Wealth and Volatility», *The Review of Economic Studies*, vol. 85, número 4, octubre de 2018, pp. 2173-2213.

²⁸ Véanse T. Jappelli y L. Pistaferri, «Fiscal Policy and MPC Heterogeneity», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n.º 4, octubre de 2014, pp. 107-136, y A. Auclert, «Monetary Policy and the Redistribution Channel», *American Economic Review*, vol. 109, n.º 6, junio de 2019, pp. 2333-2367.

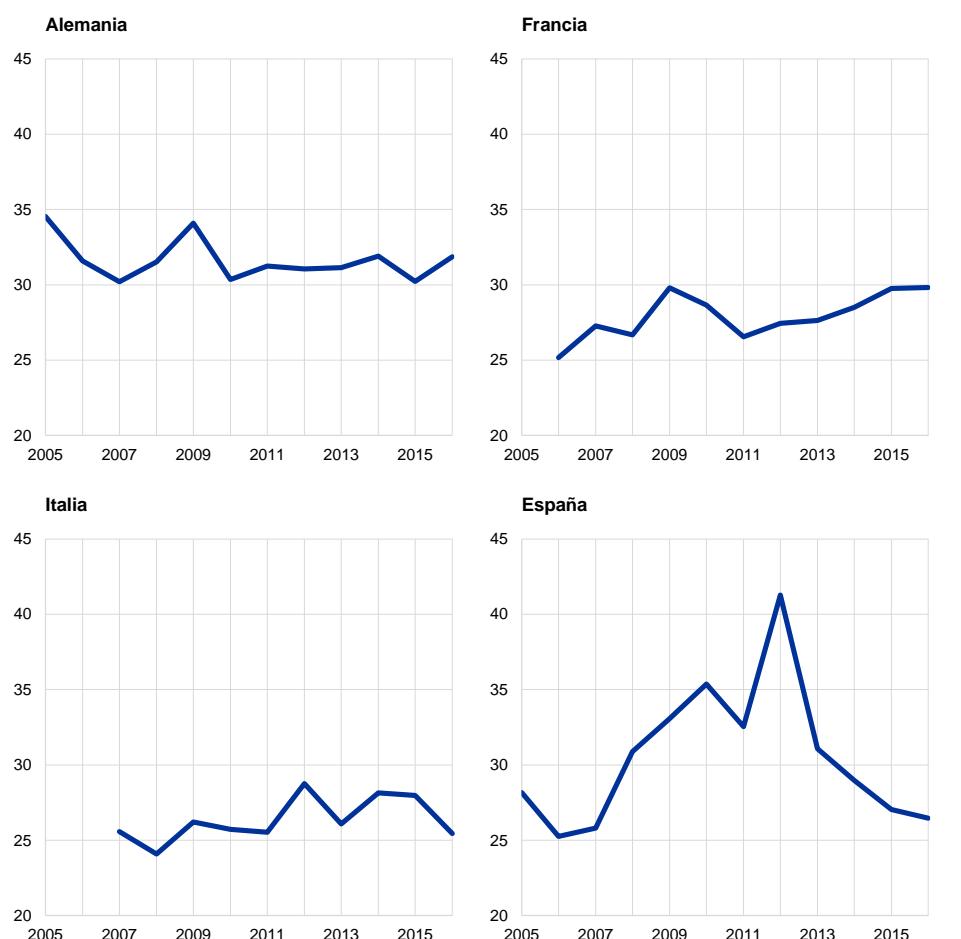
²⁹ Véanse M. Ampudia, D. Georgarakos, J. Slacalek, O. Tristani, P. Vermeulen y G. Violante, «Monetary policy and household inequality», *Working Paper Series*, n.º 2170, BCE, julio de 2018, y G. Kaplan y G. Violante, «A Model of the Consumption Response to Fiscal Stimulus Payments», *Econometrica*, vol. 82, n.º 4, julio de 2014, pp. 1199-1239.

³⁰ La información disponible para Alemania no permite seguir a los mismos hogares a lo largo del tiempo. Dado que los datos de las estadísticas EU-SILC relativas a este país se basan en el Panel Socioeconómico alemán (SOEP, por sus siglas en alemán), en el análisis se utiliza la versión de la EU-SILC creada recientemente y que se proporciona con el SOEP a partir de la versión 34.

Gráfico A

Riesgo de caídas de la renta salarial

(porcentaje de personas que experimentan una reducción en su renta salarial respecto al año previo)



Fuentes: Eurostat, DIW Berlin y cálculos del BCE.

Nota: Porcentaje de personas de entre 25 y 65 años que experimentan una reducción de su renta salarial (basado en el componente PY010G [renta monetaria bruta del asalariado] de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC; para Alemania se utiliza la versión de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC basada en el SOEP).

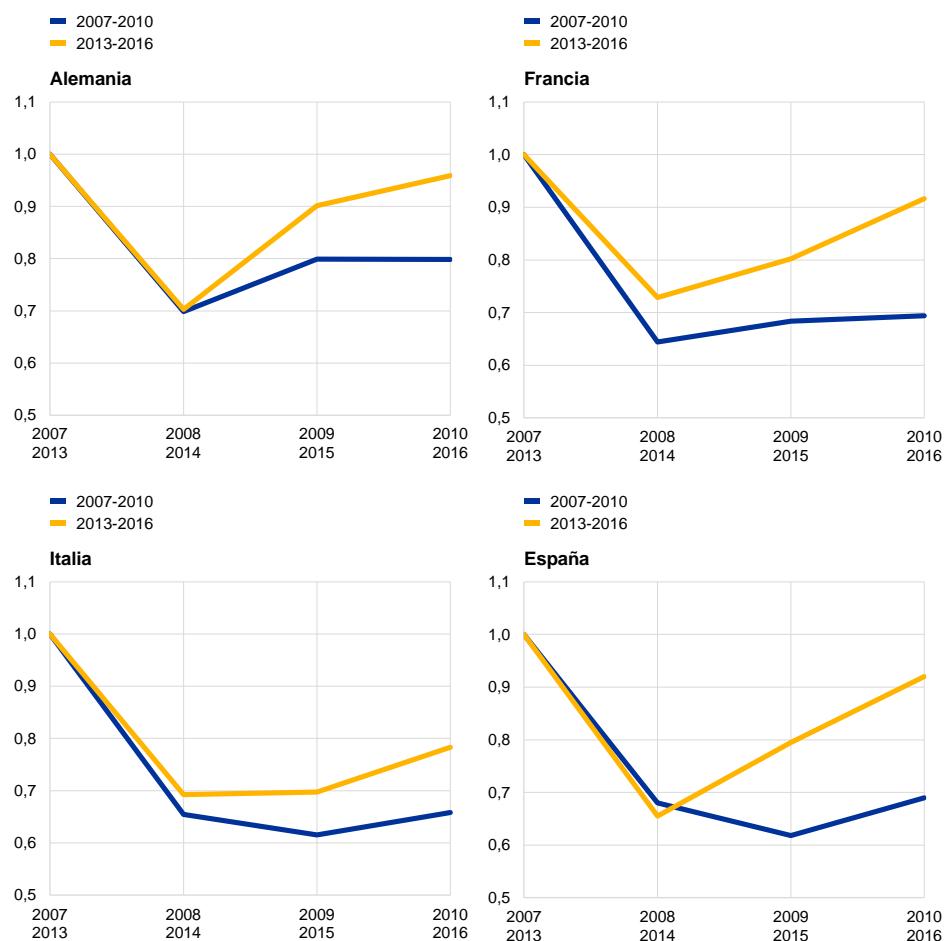
La proporción de individuos que sufren caídas en su renta salarial aumenta en las recesiones, pero la magnitud de esos cambios varía por países. En el gráfico A se muestra la evolución de la proporción de trabajadores que experimentan una reducción de la renta salarial con respecto al año anterior (es decir, el cambio observado en la renta)³¹. Durante las recesiones, a medida que aumenta el número de trabajadores que pasan a estar desempleados, se incrementa la proporción de trabajadores cuya renta salarial disminuye, y viceversa. Esto se apreció claramente en 2008 y 2009, durante la crisis financiera, pero incluso más en España en 2011 y 2012, durante la crisis de deuda soberana. En este país, la mayor variabilidad del desempleo también se refleja en una mayor variabilidad del porcentaje de trabajadores que experimentan una disminución de la renta salarial. Esto es mucho menos habitual en Alemania, Francia e Italia, cuyos mercados de trabajo son más estables.

³¹ El porcentaje de trabajadores que experimentan una reducción de sus ingresos salariales refleja distintos fenómenos: períodos de desempleo, recortes de salarios y ajustes de la oferta de trabajo tanto en el margen intensivo como en el extensivo. Por tanto, este indicador no puede interpretarse como una medida de la rigidez salarial.

Gráfico B

Evolución de la renta salarial tras una reducción importante de la renta

(renta normalizada a 1 el primer año)



Fuentes: Eurostat, DIW Berlin y cálculos del BCE.

Nota: Tendencias de la renta salarial normalizada de hombres de entre 26 y 50 años que experimentan una reducción importante de la renta (definida como una disminución de los ingresos superior al 15 %) en 2007 o en 2013 (renta basada en el componente PY010G [renta monetaria bruta del asalariado] de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC; para Alemania se utiliza la versión de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC basada en el SOEP).

El efecto de una variación a la baja en la renta es persistente, lo que tiene un impacto considerable en las rentas a lo largo de la vida. En el gráfico B se muestra que, tras una disminución acusada de la renta salarial anual de una persona, la renta tiende a ser sustancialmente más baja durante los dos años siguientes. Esto sugiere que el efecto de una variación a la baja de la renta es persistente, lo que implica que las pérdidas de empleo pueden afectar de forma significativa a la renta permanente, y, por tanto, también al gasto en consumo³². Por otra parte, la persistencia de este riesgo también parece depender de la situación del ciclo económico: las caídas de la renta registradas desde 2013, cuando comenzó la expansión económica actual, parecen haber sido de naturaleza menos persistente que las que se produjeron al inicio de la crisis financiera. Aunque hay diferencias significativas entre países en la variación de

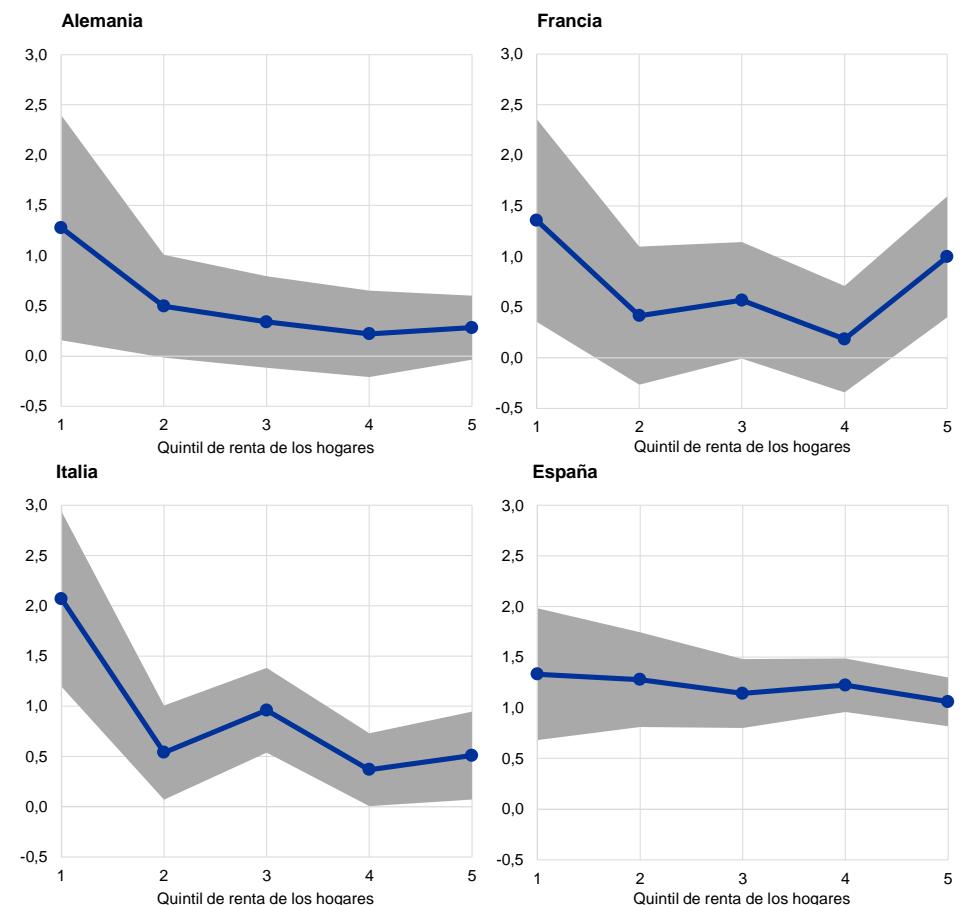
³² Véase C. Pissarides, «Loss of Skill During Unemployment and the Persistence of Employment Shocks», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, n.º 4, noviembre de 1992, pp. 1371-1391.

la proporción de trabajadores que experimentan una reducción de la renta salarial, parece que el grado de persistencia es bastante comparable.

Gráfico C

Coeficientes beta de trabajadores a lo largo de la distribución de la renta

(elasticidad de la renta con respecto al crecimiento del PIB en distintos tramos de la distribución de la renta)



Fuentes: Eurostat, DIW Berlin y cálculos del BCE.

Notas: Elasticidad estimada de la renta salarial con respecto al crecimiento del PIB agregado a lo largo de la distribución de la renta de los hogares (las personas se clasifican en quintiles de renta en función de la renta total de los hogares en los dos años anteriores para evitar correlaciones espurias entre la exposición y la clasificación; la renta de los hogares se basa en el componente HY020 [renta disponible total del hogar] del fichero de datos longitudinales de EU-SILC; para Alemania se utiliza la versión de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC basada en el SOEP). Las áreas sombreadas en gris representan bandas de confianza al 95 %.

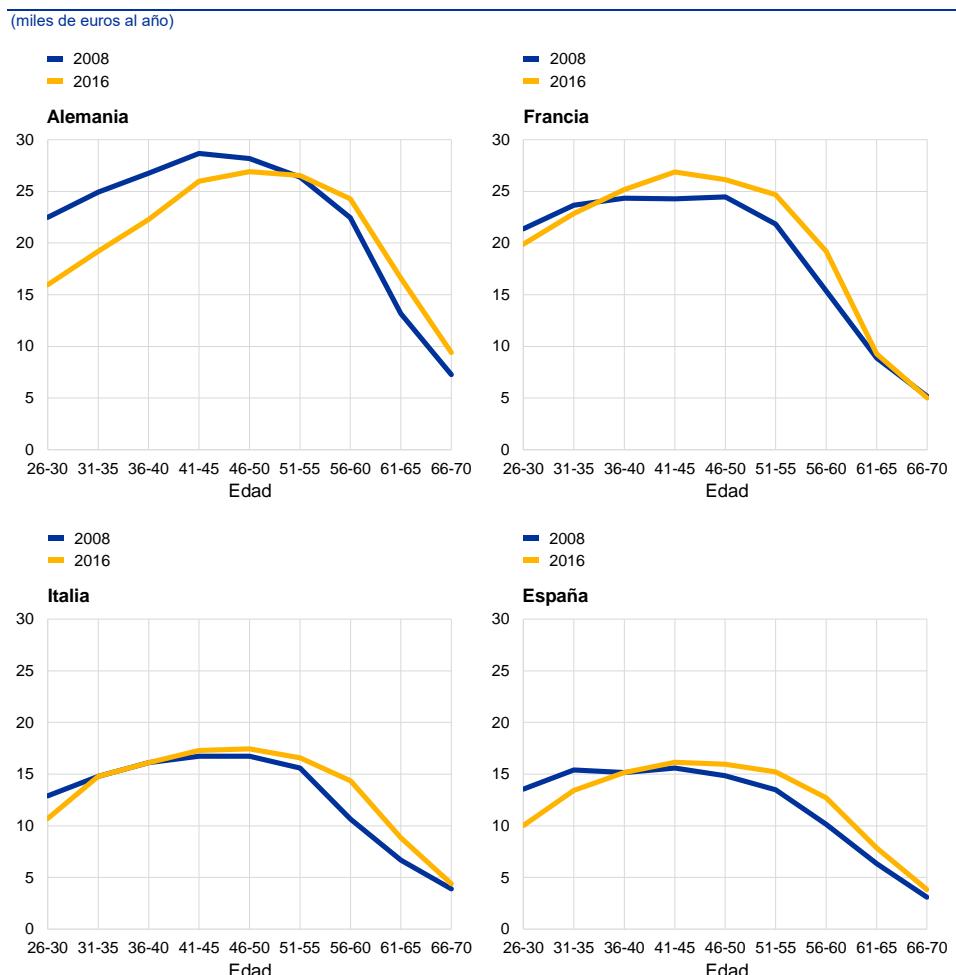
En la zona del euro, la volatilidad de la renta varía de unos hogares a otros. En el gráfico C se presentan «coeficientes beta de trabajadores» como se documentó en Guvenen *et al.* para Estados Unidos³³. Estos coeficientes miden la elasticidad de la renta salarial con respecto a las variaciones del crecimiento del PIB agregado. A lo largo de la distribución de la renta, la sensibilidad de la renta salarial a cambios en el crecimiento del PIB es sustancialmente mayor para los trabajadores de hogares con ingresos más bajos. Este patrón es especialmente evidente en Alemania, Francia e Italia. En España, la sensibilidad de la renta salarial de los hogares con ingresos más bajos al crecimiento del PIB es comparable a la de trabajadores de otros países, pero no disminuye tanto en los hogares con ingresos más elevados. Esto puede reflejar que la variabilidad del desempleo

³³ Véase F. Guvenen, S. Schulhofer-Wohl, J. Song y M. Yogo, «Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk», *American Economic Review*, vol. 107, n.º 5, mayo de 2017, pp. 398-403.

generalmente es más acusada en ese país y que afecta de forma más uniforme a los trabajadores a lo largo de la distribución de la renta³⁴. No obstante, ofrecer una explicación estructural de esta conclusión queda fuera del ámbito de este recuadro.

Gráfico D

Distribución de la renta salarial (en términos reales) por tramos de edad



Fuentes: Eurostat, DIW Berlin y cálculos del BCE.

Nota: Renta salarial estimada de personas de entre 26 y 70 años (grupos quinquenales de edad) en euros constantes de 2015 (basada en el componente PY010G [renta monetaria bruta del asalariado] de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC; para Alemania se utiliza la versión de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC basada en el SOEP).

La distribución del riesgo de renta muestra asimismo quién asume principalmente el coste de las fluctuaciones del ciclo económico. Desde hace tiempo se viene manteniendo un debate en macroeconomía sobre el coste social de los ciclos económicos. Utilizando un modelo con un agente representativo, Lucas sostenía que el coste social de las recesiones es bastante pequeño³⁵, lo que implica que el argumento que propugna aplicar políticas macroeconómicas orientadas a estabilizar el ciclo económico sería bastante endeble. Desde la publicación del

³⁴ Se dispone de evidencia que sugiere que la divergencia entre las tasas de paro de los países de la zona del euro está relacionada con la existencia de diferentes instituciones del mercado de trabajo. Véase T. Boeri y J. Jimeno, «Learning from the Great Divergence in unemployment in Europe during the crisis», *Labour Economics*, vol. 41, número C, 2016, pp. 32-46.

³⁵ R. Lucas, *Models of business cycles*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.

estudio de Lucas, varios trabajos de investigación han demostrado que comprender la distribución de pérdidas tanto en renta como en consumo, y su persistencia, es fundamental para valorar lo perjudiciales que son las desaceleraciones económicas³⁶. En este contexto, en el gráfico D se muestra la distribución de la renta salarial (en términos reales) por tramos de edad en 2008 y 2016, y se sugiere que, desde la crisis financiera, los ingresos de los trabajadores más jóvenes no han aumentado en la misma medida que los de los trabajadores de más edad. En Alemania y en España, la renta en términos reales de los trabajadores más jóvenes en 2016 fue aún más baja que en 2008. Si se tiene en cuenta la dispersión entre personas, es probable que los costes sociales de los ciclos económicos sean bastante sustanciales en la zona del euro.

La volatilidad de la renta de los hogares en la zona del euro se comporta de forma similar a la de otras economías, una conclusión que es de utilidad para valorar las perspectivas económicas actuales. En síntesis, el análisis sugiere que, al igual que en Estados Unidos, i) la incertidumbre sobre la renta está estrechamente relacionada con el comportamiento del mercado de trabajo, y ii) en fases de desaceleración este riesgo aumenta mucho más para algunos grupos de trabajadores que para otros. Esto es importante para comprender cómo se transmite la política económica y cómo se amplifican las perturbaciones macroeconómicas. A raíz de la fuerte perturbación externa que ha afectado recientemente a la economía de la zona del euro, la continuada capacidad de resistencia del mercado de trabajo (véase sección 3) puede ayudar a explicar los motivos por los que, hasta ahora, la incertidumbre sobre la renta salarial de los hogares no ha aumentado el impacto macroeconómico de esta perturbación.

³⁶ Véase T. Krebs, «Job Displacement Risk and the Cost of Business Cycles», *American Economic Review*, vol. 97, n.º 3, junio de 2007, pp. 664-686.

6

La influencia de los beneficios en las presiones inflacionistas internas en la zona del euro

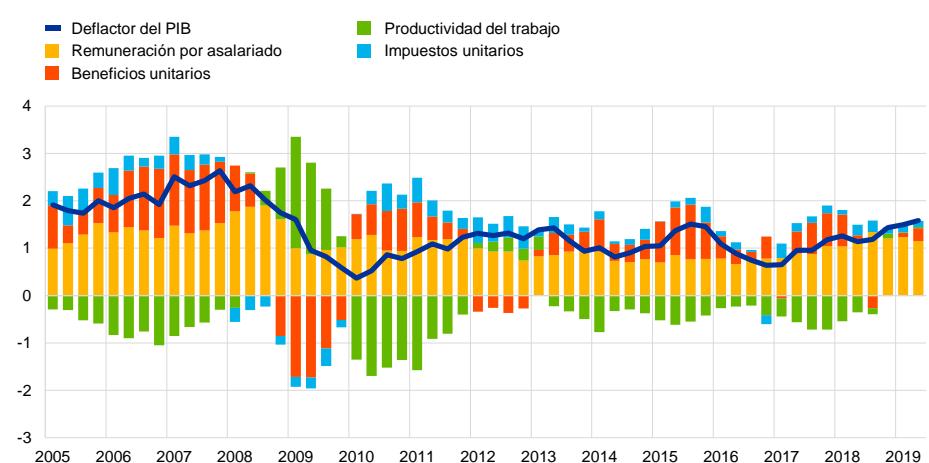
Elke Hahn

Los beneficios pueden tener un peso significativo en la formación de los precios internos y afectan a la transmisión de las variaciones de costes a los precios finales. Las cuentas nacionales contienen una medida amplia de los beneficios —el excedente bruto de explotación— que puede ofrecer más información sobre el papel de los beneficios en las presiones inflacionistas internas, medidas por el deflactor del PIB. El gráfico A muestra este papel en términos de variaciones de los beneficios unitarios, es decir, excedente bruto de explotación dividido por el PIB real, que es la medida de los márgenes utilizada en este recuadro. Los beneficios unitarios representaron alrededor de un tercio del aumento del deflactor del PIB de la zona del euro en las dos últimas décadas. En este recuadro se ilustra de qué forma los beneficios han influido recientemente en las presiones inflacionistas internas en la zona del euro. Se explica qué factores son los principales determinantes de las variaciones en los márgenes y se describe de qué manera es probable que hayan contribuido a su evolución reciente.

Gráfico A

Deflactor del PIB y contribuciones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales a las tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las contribuciones combinadas de la remuneración por asalariado y de la productividad del trabajo muestran la aportación de los costes laborales unitarios. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019.

Las contribuciones de los beneficios unitarios a las presiones inflacionistas internas disminuyeron en 2018 y aumentaron levemente durante la primera mitad de 2019, aunque se mantuvieron reducidas. El crecimiento de los beneficios unitarios se debilitó notablemente en 2018, es decir, durante el período en el que el crecimiento de los salarios (medido en términos de remuneración por asalariado) y el crecimiento de los costes laborales unitarios repuntaron con intensidad, limitando así el ritmo de avance del deflactor del PIB (véase gráfico A).

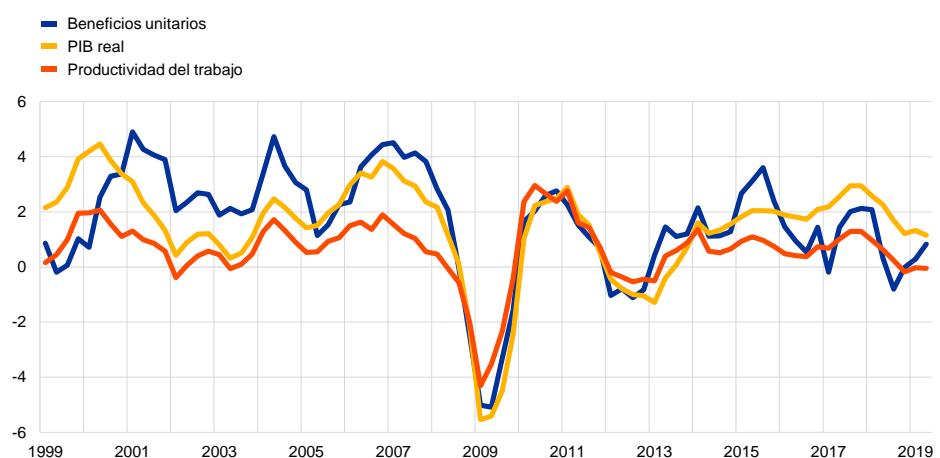
En el primer semestre de 2019, la tasa de crecimiento de los beneficios unitarios pasó a ser ligeramente positiva y respaldó un nuevo incremento gradual de la tasa de avance del deflactor del PIB. A nivel agregado, existen dos factores determinantes principales que suelen explicar los movimientos en la contribución de los beneficios unitarios: el ciclo económico y la relación real de intercambio.

La evidencia empírica sugiere que los márgenes de beneficios se mueven procíclicamente, en línea con la evolución de la actividad económica (véase gráfico B). En una fase de desaceleración, los costes laborales unitarios suelen elevarse, pues los salarios fijados contractualmente responden con cierto retraso a la contracción de la economía, mientras que la productividad del trabajo cae inmediatamente, dado que la producción reacciona a la baja con mayor rapidez que el empleo. Teniendo en cuenta que un entorno económico más débil limita el margen para compensar los incrementos de precios, en una fase de desaceleración los márgenes se contraen y en una expansiva ocurre lo contrario. Por tanto, los márgenes de beneficios muestran una fuerte respuesta positiva a la evolución del PIB real y de la productividad del trabajo como indicadores cíclicos amplios. En el gráfico B se observa que este movimiento conjunto también se produjo en 2018, cuando el crecimiento de los beneficios unitarios se debilitó en paralelo con la ralentización del crecimiento del PIB real y de la productividad del trabajo. En el primer semestre de 2019, el deterioro de los tres indicadores se detuvo, mientras que el crecimiento de los beneficios unitarios ya había comenzado a fortalecerse gradualmente, debido al impacto de otros factores ajenos al ciclo.

Gráfico B

Beneficios unitarios, PIB y productividad del trabajo

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019.

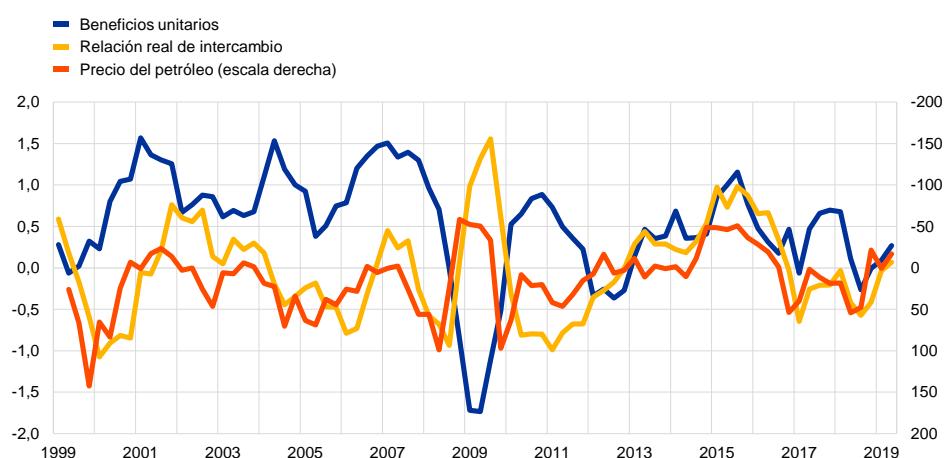
En ocasiones, los márgenes de beneficios también están estrechamente relacionados con la evolución de la relación real de intercambio, en particular si dicha relación experimenta cambios importantes (véase gráfico C). Estos cambios pueden tener diferentes orígenes. La mejora de la relación real de intercambio asociada a una caída de los precios de los insumos importados, como el petróleo, puede tener un impacto positivo en los márgenes de beneficio si las

empresas ajustan a la baja sus precios de venta en menor medida que la caída de los costes de sus insumos. Parece que esto fue lo que ocurrió en el período comprendido entre mediados de 2014 y principios de 2016. Los márgenes pueden beneficiarse de las variaciones de los precios de exportación relacionadas con la depreciación del tipo de cambio del euro si los exportadores fijan los precios de sus productos al mercado y mantienen sin cambios sus precios de exportación en moneda extranjera. Además, la evolución de la relación real de intercambio también puede verse influida por la evolución de los precios relativos entre la economía doméstica y la extranjera si esta también se refleja en la dinámica de los precios de importación y exportación. A este respecto, si la evolución de los precios relativos es más vigorosa en la economía doméstica que en la extranjera, la relación real de intercambio podría mejorar con efectos positivos sobre los márgenes de beneficio. Parece que en 2018 la relación real de intercambio lastró los márgenes y ello se debió, principalmente, a la subida de los precios del petróleo. No obstante, los precios de esta materia prima han descendido desde finales de 2018, lo que se ha traducido en una mejora de la relación real de intercambio que habría respaldado el crecimiento de los beneficios unitarios y, de esta manera, habría contribuido a su evolución más favorable en comparación con la de los indicadores cíclicos en la primera mitad de 2019³⁷.

Gráfico C

Beneficios unitarios, relación real de intercambio y precio del petróleo

(contribuciones en puntos porcentuales al deflactor del PIB; tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019.

La composición sectorial de la evolución de los beneficios unitarios confirma que estos se debilitaron en 2018, principalmente en sectores sensibles al ciclo, mientras que su fortalecimiento gradual en la primera mitad de 2019 reflejó la evolución en sectores menos sensibles al ciclo (véase gráfico D). Es evidente un impacto procíclico sobre los beneficios unitarios, particularmente en el sector industrial (excluida la construcción), que está muy expuesto a la evolución del

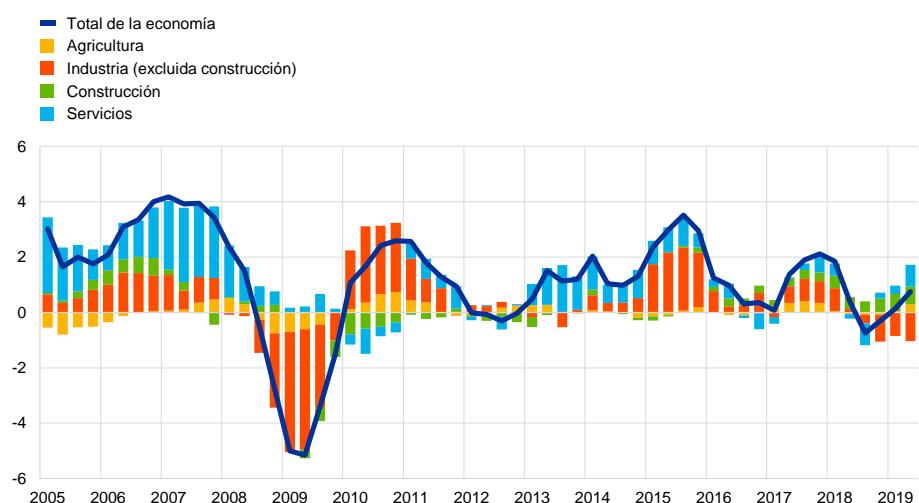
³⁷ Otro factor que ha contribuido al aumento del crecimiento de los beneficios unitarios en la primera mitad de 2019 es la aplicación de una medida fiscal en Francia en 2019. Esta medida supone la conversión de un crédito fiscal (el CICE) en una rebaja permanente de las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios, lo que implica una disminución del crecimiento de la remuneración por asalariado, pero un aumento equivalente en el crecimiento de los beneficios unitarios.

comercio y, por tanto, es el que más ha sufrido por el deterioro del entorno internacional y del ciclo económico de la zona del euro desde finales de 2017. Es probable que el empeoramiento de la relación real de intercambio asociado al repunte de los precios del petróleo durante 2018 haya contribuido a la moderación de los márgenes ese año, en particular en sectores como el del transporte (perteneciente a los servicios) y que, de igual modo, el posterior descenso de los precios del crudo haya respaldado su recuperación. Al mismo tiempo, la evolución de los márgenes en sectores más orientados al consumo interno, como la construcción, han resistido mejor durante todo el período, lo que también se debe a que las condiciones financieras son muy favorables actualmente.

Gráfico D

Evolución de los beneficios unitarios y contribuciones de los sectores económicos

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales a las tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En la descomposición del crecimiento de los beneficios unitarios por sectores económicos, estos beneficios se calculan en función del valor añadido. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019.

A modo de conclusión, los márgenes agregados se debilitaron durante 2018 y frenaron el aumento de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro ese año, pero comenzaron a incrementarse gradualmente en el primer semestre de 2019. La disminución de los márgenes en 2018 fue una reacción a la reciente ralentización de la actividad económica y al deterioro de la relación real de intercambio atribuible a la evolución de los precios del petróleo en dicho año³⁸. El ajuste supuso amortiguar parcialmente los aumentos de los costes laborales, generando la imagen de una transmisión limitada de los salarios a los precios. En la primera mitad de 2019, los márgenes comenzaron a repuntar como consecuencia, entre otros factores, de la mejora de la relación real de intercambio asociada a la caída de los precios del petróleo. De cara al futuro, los márgenes deberían incrementarse en línea con el crecimiento gradual de la actividad económica previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019.

³⁸ La evidencia econométrica sugiere que el descenso de la tasa de crecimiento de los beneficios unitarios en 2018 se debió, en gran medida, a perturbaciones de la demanda externa, de la oferta de petróleo y del margen salarial (véase el discurso de Philip R. Lane, «The Phillips Curve at the ECB», *London School of Economics*, 4 de septiembre de 2019).