

Boletín Económico

Número 1 / 2020



Índice

Evolución económica y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	10
3 Actividad económica	13
4 Precios y costes	18
5 Dinero y crédito	21
Recuadros	25
1 Seguimiento de la incertidumbre económica global: implicaciones para la inversión y el comercio mundiales	25
2 La inversión de la curva de rendimientos en Estados Unidos y las señales de los mercados financieros que apuntan a una recesión	31
3 Ruptura del «efecto cadena» de los aranceles: las zonas francas en la época del proteccionismo	36
4 La integración de los países de Europa Central y Oriental de la UE no pertenecientes a la zona del euro en las cadenas globales de valor, evolución de las exportaciones y sincronización de los ciclos económicos con la zona del euro	41
5 Liquidez del mercado de renta fija y eficiencia del mercado de swaps: ¿qué papel juega el mercado de repos?	47
6 Las encuestas sobre perspectivas empresariales como indicadores de la inversión real de las empresas de la zona del euro	53
Artículos	56
1 La riqueza y el consumo de los hogares en la zona del euro	56
2 Análisis del crédito bancario a empresas en la zona del euro desde 2014	59

Evolución económica y monetaria

Resumen

La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno, celebrada a principios de diciembre, es acorde con su escenario de referencia, que contempla un crecimiento continuado, aunque moderado, de la economía de la zona del euro. En particular, la debilidad del sector manufacturero sigue frenando el impulso del crecimiento de la zona del euro. Al mismo tiempo, pese a su menor ritmo, el avance actual del empleo y el aumento de los salarios continúan apoyando la resiliencia de la economía de la zona. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, relacionados con factores geopolíticos, el incremento del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, siguen apuntando a la baja, aunque ahora son menos pronunciados porque parte de la incertidumbre acerca del comercio internacional está disminuyendo. Aunque la evolución de la inflación se mantiene, en general, débil, existen señales de un alza moderada de la inflación subyacente en línea con las expectativas. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación la orientación de la política monetaria en la reunión celebrada el 23 de enero de 2020. Las medidas de política monetaria que se están aplicando están apoyando unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía. En particular, la mejora de las condiciones de financiación para las empresas y los hogares está respaldando el gasto en consumo y la inversión empresarial. Ello sostendrá la expansión de la zona del euro, la acumulación de presiones inflacionistas internas y, por consiguiente, la sólida convergencia de la inflación hacia el objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno.

La actividad económica mundial sigue siendo moderada, aunque se observan indicios de estabilización. Concretamente, la actividad del sector manufacturero a nivel mundial se afianzó en el último trimestre de 2019, mientras que la de los servicios se mantuvo estable en general. El comercio mundial continúa siendo débil, en un contexto de señales de estabilización. El acuerdo comercial preliminar entre China y Estados Unidos ha relajado las tensiones comerciales, lo que debería contribuir a eliminar los obstáculos para el crecimiento del comercio. De cara al futuro se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas, mientras que el balance de riesgos para la actividad económica mundial sigue sesgado a la baja, si bien los riesgos son menos pronunciados.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2019, los movimientos de los mercados financieros de la zona del euro han sido limitados y los precios de los activos continúan respaldados por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por la mejora en la percepción de los riesgos ante la relajación adicional de las tensiones comerciales. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se mantienen sin variación, en general, y la curva de tipos *forward* del eonia se ha desplazado ligeramente al alza, lo que continúa indicando que los mercados esperan que el tipo de interés de la facilidad de depósito no se modifique en los

próximos meses. Los diferenciales de deuda soberana apenas han variado durante este período. Los precios de las acciones han aumentado, en un entorno de primas de riesgo más bajas, y los diferenciales de los valores de renta fija privada han registrado un ligero descenso. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha debilitado levemente.

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2019, tras registrar un crecimiento del 0,2 % en el segundo trimestre. Este perfil de crecimiento moderado refleja la actual debilidad del comercio internacional en un contexto de prolongadas incertidumbres a escala mundial, que ha afectado, en particular, al sector manufacturero de la zona del euro y que también ha frenado el avance de la inversión. Paralelamente, el sector servicios y la construcción mantienen mayor capacidad de resistencia, pese a que mostraron cierta moderación en el segundo semestre de 2019. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a una cierta estabilización de la evolución del crecimiento en la zona del euro, ya que se espera que las tasas a corto plazo sean similares a las observadas en trimestres anteriores. 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 unidas a aumentos de los salarios, por la orientación moderadamente expansiva de las políticas fiscales en la zona del euro y por el avance continuado, aunque algo menor, de la actividad mundial.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1,3 % en diciembre de 2019, frente al 1 % de noviembre, como reflejo fundamentalmente de la mayor tasa de avance de los precios de la energía. Si se tienen en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general se mantenga en torno a los niveles actuales en los próximos meses. Aunque los indicadores de las expectativas de inflación siguen situados en niveles reducidos, recientemente se han estabilizado o han registrado un ligero aumento. Las medidas de la inflación subyacente se han mantenido contenidas, en general, si bien hay nuevos indicios de un leve ascenso, en línea con las expectativas anteriores. Aunque las presiones sobre los costes laborales se han intensificado en un contexto de tensionamiento de los mercados de trabajo, el menor impulso del crecimiento está retrasando su transmisión a la inflación. A medio plazo, se espera un aumento de la inflación respaldado por las medidas de política monetaria del BCE, por la expansión económica en curso y por el sólido crecimiento de los salarios.

En lo que respecta a la evolución monetaria, el crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 5,6 % en noviembre de 2019, prácticamente sin variación desde agosto. El avance de M3 sigue estando respaldado por la creación de crédito bancario, y el agregado monetario estrecho (M1) volvió a ser el componente que más contribuyó a su crecimiento. El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares mantuvo su solidez, favorecido por el respaldo continuado de la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, que se refleja en los niveles muy reducidos de los tipos de interés de los préstamos bancarios. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo en el 3,5 % en

noviembre, sin variación con respecto a octubre, la tasa de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras se redujo hasta el 3,4 %, desde el 3,8 % registrado en octubre, posiblemente por la reacción retardada a la reciente ralentización de la economía. No obstante, los criterios de concesión de préstamos a empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron prácticamente sin variación, lo que indica que las condiciones de oferta de crédito siguen siendo favorables. La orientación acomodaticia de la política monetaria del Consejo de Gobierno contribuirá a salvaguardar unas condiciones de financiación bancaria favorables y seguirá respaldando el acceso a la financiación de todos los sectores económicos y, en particular, de las pequeñas y medianas empresas.

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

Basándose en esta valoración, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

El Consejo de Gobierno confirmó que seguirá realizando adquisiciones netas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) del BCE a un ritmo mensual de 20 mm de euros. Espera que continúen durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales del BCE y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

El Consejo de Gobierno tiene también la intención de 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 comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

Habida cuenta de la persistencia de unas perspectivas de inflación moderadas, el Consejo de Gobierno reiteró la necesidad de una orientación muy acomodaticia de la política monetaria durante un período prolongado para respaldar las presiones sobre la inflación subyacente y la evolución de la inflación general a medio plazo. Las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria del Consejo de Gobierno asegurarán un ajuste de las condiciones financieras acorde con la evolución de las perspectivas de inflación. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

El Consejo de Gobierno también decidió iniciar una revisión de la estrategia de política monetaria del BCE. La revisión comprenderá la formulación cuantitativa de

la estabilidad de precios, el conjunto de los instrumentos de política monetaria, el análisis económico y monetario, y las prácticas de comunicación. También incluirá otros aspectos, como la estabilidad financiera, el empleo y la sostenibilidad medioambiental, y se espera que concluya antes del final de 2020. La revisión se basará en análisis exhaustivos y en la apertura de miras. En consecuencia, el Eurosistema solicitará la participación de todas las partes interesadas.

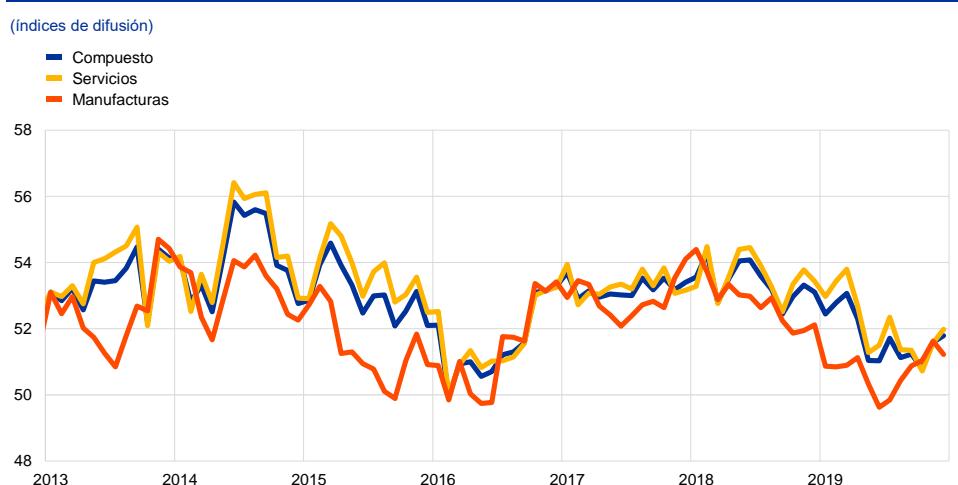
1

Entorno exterior

Las perspectivas para la actividad económica mundial (excluida la zona del euro) siguen siendo débiles, aunque se han observado indicios de estabilización. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, avanzó moderadamente en diciembre. En particular, el componente de manufacturas se recuperó en el cuarto trimestre, lo que señala un afianzamiento de la actividad manufacturera mundial, que había perdido fuerza de forma paulatina desde principios de 2018. El sector servicios mantuvo su fortaleza y volvió a crecer en diciembre (véase gráfico 1).

Gráfico 1

PMI global de producción (excluida la zona del euro)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2019.

Los riesgos para las perspectivas mundiales continúan siendo elevados, pero están menos sesgados a la baja. El acuerdo comercial parcial entre Estados Unidos y China representa una oportuna relajación de las tensiones comerciales. El denominado acuerdo de «Fase 1» incluye el compromiso de China de adquirir una cantidad sustancial de una amplia variedad de productos agrícolas y de otros bienes y servicios de Estados Unidos, lo que puede repercutir en la demanda de exportaciones de la UE a China. También aspira a propiciar cambios en ámbitos que van desde la política cambiaria hasta la protección de la propiedad intelectual y la transferencia de tecnología. El representante de Comercio de Estados Unidos aclaró que algunos de los aranceles actualmente vigentes se reducirán, a la mitad en el caso de los que entraron en vigor en septiembre de 2019, mientras que los que debían comenzar a aplicarse en diciembre de 2019 se aplazarán indefinidamente. Además, China ha renunciado a aplicar los aranceles que iban a entrar en vigor junto con los estadounidenses previstos para diciembre, y seguirá sin tomar represalias arancelarias sobre los automóviles de fabricación estadounidense y sus componentes.

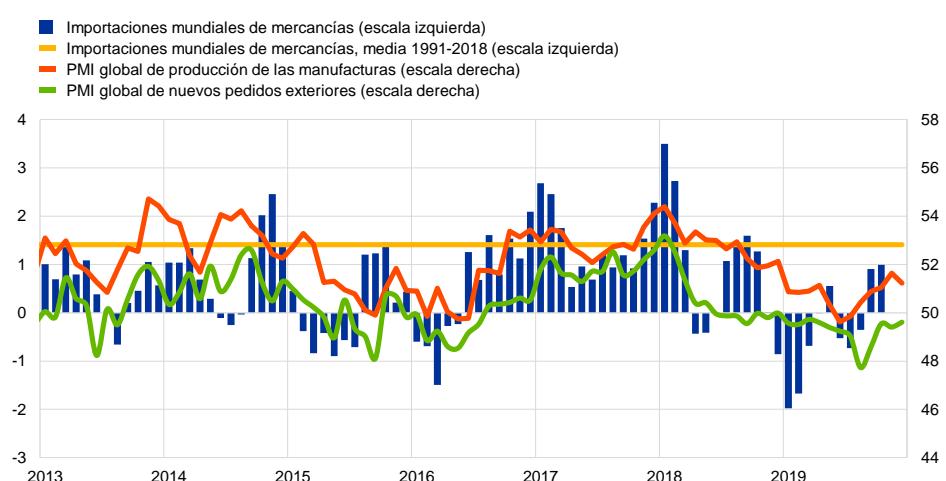
Las condiciones financieras continuaron relajándose, como consecuencia de la disminución de las tensiones comerciales. Las condiciones financieras siguen siendo muy holgadas en términos históricos. En las economías avanzadas, esta dinámica obedece, en parte, a la excepcional respuesta de los bancos centrales a la Gran Recesión de 2007-2009, así como a la evolución relativamente débil de la economía mundial en los últimos años. En los mercados emergentes, las condiciones financieras también continúan siendo acomodaticias, pero no se han relajado en la misma medida, debido a la fortaleza generalizada del dólar estadounidense. En 2020, las condiciones de financiación se verán favorecidas por unas expectativas de inflación que permanecen ancladas, por las expectativas de las empresas de que los beneficios aumentarán en Estados Unidos y en otras economías importantes, y por la posibilidad de que las tensiones comerciales continúen reduciéndose.

El comercio mundial sigue mostrando escaso dinamismo, pero se observan indicios de estabilización. Las importaciones mundiales de mercancías continuaron aumentando moderadamente en octubre, mientras que, en diciembre, el PMI global de nuevos pedidos exteriores, excluida la zona del euro, siguió recuperándose. En el conjunto del cuarto trimestre, el PMI global de nuevos pedidos exteriores se incrementó de forma sustancial con respecto al tercer trimestre y se aproximó al valor neutral (véase gráfico 2). La reciente atenuación de las tensiones comerciales también contribuye a eliminar obstáculos a la actividad comercial mundial. En consonancia con estas perspectivas, los datos de alta frecuencia sobre comercio son, en conjunto, acordes con un crecimiento reducido, pero positivo, del comercio mundial.

Gráfico 2

Encuestas y comercio mundial de bienes (excluida la zona del euro)

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



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

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

La inflación mundial volvió a aumentar en noviembre. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó hasta el 1,8 % en

noviembre, debido, en parte, a la elevada tasa de variación de los precios de los alimentos en determinadas economías emergentes, como China y la India. Por otra parte, si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación solo registró un ligero avance, hasta el 2,1 %, en noviembre, frente al 2 % del mes anterior. De cara al futuro se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas. El crecimiento de los salarios en las economías avanzadas sigue siendo moderado, pese al tensionamiento de los mercados laborales y de las crecientes restricciones de capacidad.

Los mercados de petróleo se han mantenido, en general, estables. La decisión de prorrogar los recortes de producción adoptada a principios de diciembre por los principales productores de petróleo que integran la OPEP+ solo respaldó de manera transitoria los precios del crudo. Estos precios experimentaron un fuerte incremento y se situaron en torno a los 70 dólares por barril a comienzos de enero, tras una escalada de las tensiones en Oriente Próximo, pero retrocedieron rápidamente cuando las tensiones se relajaron. Habida cuenta de los elevados niveles de existencias y de producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos, así como de la ralentización de la demanda global de crudo prevista por la Agencia Internacional de la Energía para el primer trimestre de 2020, se espera que los mercados de petróleo sigan bien abastecidos a pesar del reciente acuerdo de la OPEP+. Los precios de las materias primas no energéticas subieron ligeramente (+1,7 %), debido al encarecimiento tanto de los precios de los metales (+1,2 %) como de los alimentos (+2,8 %).

En Estados Unidos, el crecimiento económico continuó siendo moderado en el tercer trimestre de 2019. El crecimiento del PIB real estadounidense se situó en el 2,1 % en términos anualizados. Pese al modesto repunte con respecto al avance del 2 % registrado en el segundo trimestre, la actividad económica se moderó, como consecuencia de la debilidad de la inversión, de la desaparición gradual de los efectos de la reforma fiscal de 2018 y de la maduración del ciclo económico. Los riesgos para las perspectivas se han reducido ligeramente, pero continúan apuntando a la baja. Aunque las tensiones comerciales con China han remitido, el reciente anuncio de Boeing de que a partir de enero suspende indefinidamente la producción de su avión 737 MAX constituye un nuevo riesgo. El impacto neto sobre la economía ha sido limitado hasta la fecha, ya que la caída de las entregas se ha visto compensada por la acumulación de existencias. Sin embargo, de cara al futuro es probable que la debilidad persista en el sector manufacturero. Aparte de los problemas de Boeing, la economía continúa lastrada por la prolongada incertidumbre comercial, la atonía del crecimiento mundial y la apreciación generalizada del dólar estadounidense en los últimos años.

En Japón, el Gobierno ha preparado un paquete de medidas de estímulo para apoyar el crecimiento económico. A principios de diciembre, el Gobierno del primer ministro Shinzo Abe anunció un paquete de medidas de estímulo fiscal destinado a abordar los riesgos a la baja derivados de la debilidad del entorno exterior y de las recientes catástrofes naturales. Las medidas contemplan un gasto fiscal equivalente al 2,4 % del PIB, lo que sitúa a este paquete entre los mayores aprobados en el contexto de la política económica conocida como «Abenomics». La

mayor parte de las medidas de estímulo se pondrán en práctica en 2020-2021. Cabe señalar que sus efectos sobre la economía compensarán parcialmente la reciente subida del IVA. Además, la debilidad de las manufacturas hizo que el crecimiento se situara en territorio negativo en el último trimestre de 2019. Se espera que la economía vuelva a anotarse un modesto crecimiento positivo a principios de 2020, cuando el impacto de los factores transitorios desaparezca y el gasto fiscal surta efecto. La inflación medida por los precios de consumo se ha acelerado ligeramente. La inflación interanual general se incrementó hasta el 0,5 % en noviembre. De cara al futuro, el limitado avance de los salarios y las expectativas de estabilidad de la inflación en niveles bajos apuntan a un débil impulso del proceso de reflación en la economía.

En el Reino Unido, la actividad económica pareció ralentizarse progresivamente en el cuarto trimestre de 2019. Los indicadores de confianza permanecen en niveles moderados y muy por debajo de sus medias históricas. Los resultados de las elecciones de diciembre, en las que el primer ministro Boris Johnson obtuvo una holgada mayoría, conjuran el riesgo a corto plazo de un Brexit sin acuerdo al final de enero, ya que el Acuerdo de Retirada se ha convertido en ley. Sin embargo, el Reino Unido dispone de muy poco tiempo, hasta el final de 2020, para alcanzar un acuerdo sobre su futura relación con la Unión Europea y, por lo tanto, la incertidumbre acerca de las políticas continúa siendo elevada.

El acuerdo comercial preliminar entre Estados Unidos y China elimina algunos de los obstáculos para la actividad económica y el comercio chinos. La economía china muestra indicios de estabilización y debería beneficiarse del acuerdo comercial de Fase 1 con Estados Unidos. El pacto comercial también puede respaldar el crecimiento, al mejorar la demanda exterior neta y reducir la incertidumbre en torno a las relaciones comerciales. Por otro lado, la inflación interanual medida por el IPC se estabilizó en el 4,5 % en diciembre, aunque se mantuvo por encima del objetivo oficial. La cifra de diciembre siguió siendo alta, debido a la elevada inflación de los precios de los alimentos resultante del brote de fiebre porcina africana y sus efectos sobre los precios de la carne de cerdo. Estos avanzaron un 97 % en términos interanuales en diciembre, frente al 110 % de noviembre. Por otra parte, la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo sin cambios, en el 1,4 %, en diciembre.

2

Evolución financiera

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin variación durante el período analizado en un contexto de cierta volatilidad tras el acusado descenso registrado en 2019.

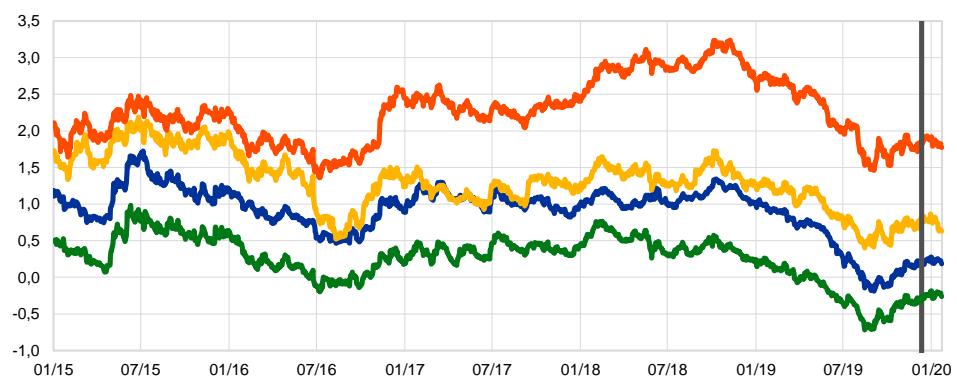
Durante el período de referencia (del 12 de diciembre de 2019 al 22 de enero de 2020), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderada por el PIB se redujo en 1 punto básico, hasta situarse en el 0,20 % (véase gráfico 3). Sin embargo, se observó cierta volatilidad, así como la relajación de las tensiones comerciales después de la firma del acuerdo comercial de «Fase 1» entre Estados Unidos y China y el aumento de las tensiones geopolíticas entre Estados Unidos e Irán. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años del Reino Unido y de Estados Unidos disminuyeron ligeramente durante el período considerado y se situaron en el 0,63 % y el 1,77 %, 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 (12 de diciembre de 2019).

Las últimas observaciones corresponden al 22 de enero de 2020.

Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) libre de riesgo se mantuvieron, en general, estables en el período analizado en todos los países salvo en España, donde el diferencial disminuyó ligeramente. El diferencial de la deuda soberana española a diez años se redujo en 4 puntos básicos, hasta situarse en 48 puntos básicos, después de que se formase un nuevo Gobierno de coalición tras ocho meses de bloqueo. En conjunto, el diferencial de rendimiento de la zona del euro ponderado por el PIB descendió 1 punto básico y se situó en 25 puntos básicos.

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro repuntaron, en un contexto de disminución de la incertidumbre en torno al comercio. Las cotizaciones del

sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro continuaron la tendencia que comenzó a principios de 2019 y se incrementaron en un 0,2 % y un 3,3 %, respectivamente, en el período analizado. La evolución positiva de las cotizaciones de las sociedades no financieras se vio favorecida por la reducción de la prima de riesgo de las acciones, que puede reflejar, en parte, cierta relajación de las tensiones comerciales a escala mundial y de los riesgos a corto plazo relacionados con el Brexit.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro registraron un ligero descenso durante el período analizado. La percepción positiva del riesgo también se reflejó en la disminución de los diferenciales de los bonos corporativos. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero con respecto al tipo de interés libre de riesgo disminuyeron ligeramente hasta situarse en 55 y 67 puntos básicos, respectivamente. 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, continúan 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) y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -46 y -55 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado¹. El exceso de liquidez se redujo en unos 51 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.740 mm de euros. Este descenso se debe principalmente 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) y, en menor medida, a un aumento de los factores autónomos de absorción de liquidez.

La curva de tipos forward del eonia se desplazó ligeramente al alza durante el período analizado, dado que los mercados no esperan un recorte inminente del tipo aplicado a la facilidad de depósito. Al final de 2022, la curva se sitúa 10 puntos básicos por encima del nivel actual del eonia. En general, se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2025, lo que refleja las expectativas continuadas de los mercados de que los tipos de interés sigan siendo negativos durante un período prolongado.

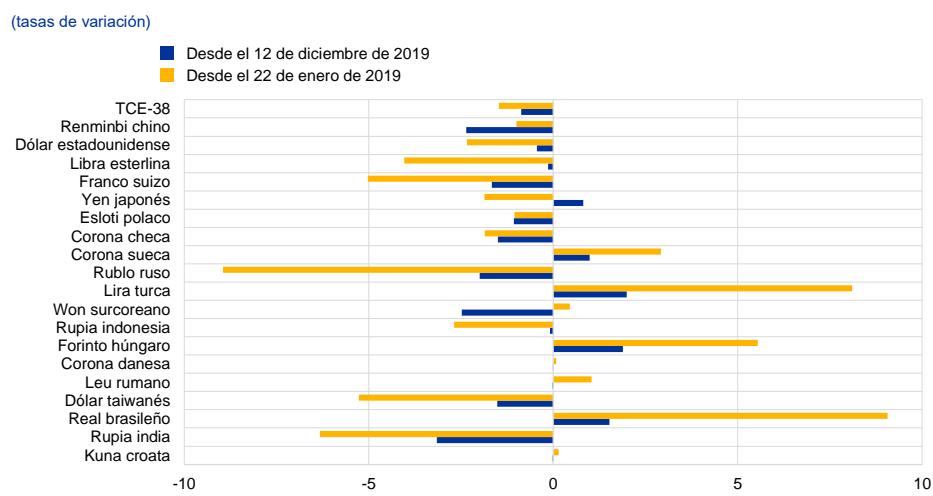
En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se debilitó ligeramente durante el período analizado (véase gráfico 4). El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 0,9 %. Este comportamiento reflejó, en gran medida, una depreciación del euro frente al renminbi chino (2,4 %) y frente a las monedas de otras importantes economías emergentes de Asia, puesto que la confianza de los inversores en las economías emergentes mejoró ante las

¹ La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019; ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», Boletín Económico, número 7, BCE, 2019.

perspectivas de una reducción de las tensiones comerciales. El euro también se debilitó frente al franco suizo (1,7 %), y —en menor medida— frente al dólar estadounidense (0,4 %) y la libra esterlina (0,1 %), pero se fortaleció frente al yen japonés (0,8 %).

Gráfico 4

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



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-38 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 22 de enero de 2020.

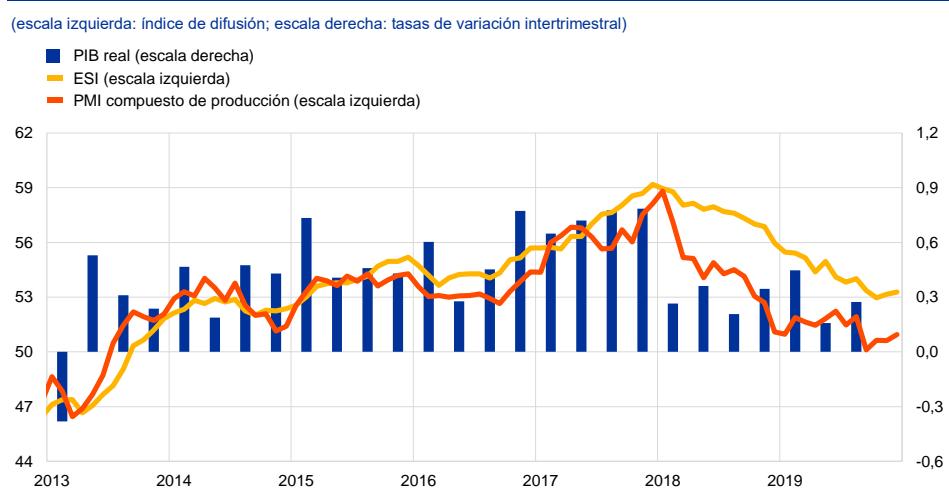
3

Actividad económica

El PIB real de la zona del euro siguió creciendo a un ritmo moderado en el tercer trimestre de 2019. El producto de la zona del euro aumentó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2019, tras registrar un avance del 0,2 % en el segundo (véase gráfico 5). La demanda interna contribuyó negativamente al crecimiento del PIB, y la aportación de la variación de existencias también fue ligeramente negativa, mientras que la de la demanda exterior neta fue positiva. Sin embargo, estas contribuciones al crecimiento se vieron afectadas por la volatilidad de los datos. Los indicadores económicos apuntan a la prolongación de un crecimiento positivo, aunque moderado, en el cuarto 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 tercer trimestre de 2019 para el PIB real y a diciembre de 2019 para el ESI y el PMI.

Los mercados de trabajo de la zona del euro mantuvieron su fortaleza, pero moderaron ligeramente su avance. En el tercer trimestre de 2019, el empleo creció un 0,1 % en términos intertrimestrales, frente al 0,2 % observado en el segundo trimestre, una tasa que está en consonancia con el menor avance del producto. La expansión del empleo fue generalizada en los distintos países y sectores. Desde mediados de 2013, el empleo ha crecido durante 25 trimestres consecutivos, y el número de personas ocupadas se ha incrementado en alrededor de 11,4 millones. En el tercer trimestre de 2019, la productividad por hora trabajada aumentó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, sin variación con respecto al trimestre anterior. La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,5 % en noviembre de 2019, manteniéndose prácticamente en el mismo nivel que en junio de 2019.

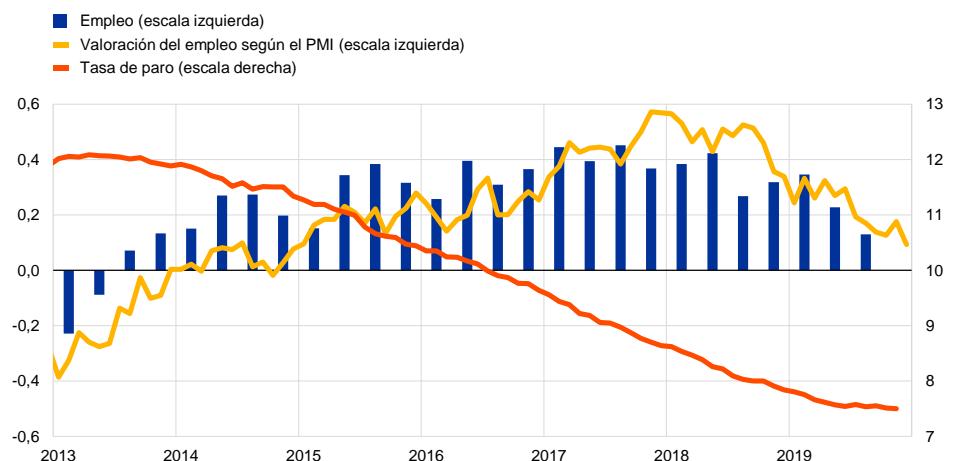
De cara al futuro, los datos y los indicadores de opinión recientes siguen señalando un crecimiento del empleo positivo, aunque cada vez más

moderado. Pese a que los indicadores coyunturales procedentes de encuestas han descendido con respecto a los elevados niveles registrados en 2018, apuntan a un crecimiento continuado del empleo a corto plazo, respaldado por la ocupación en los servicios.

Gráfico 6

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

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



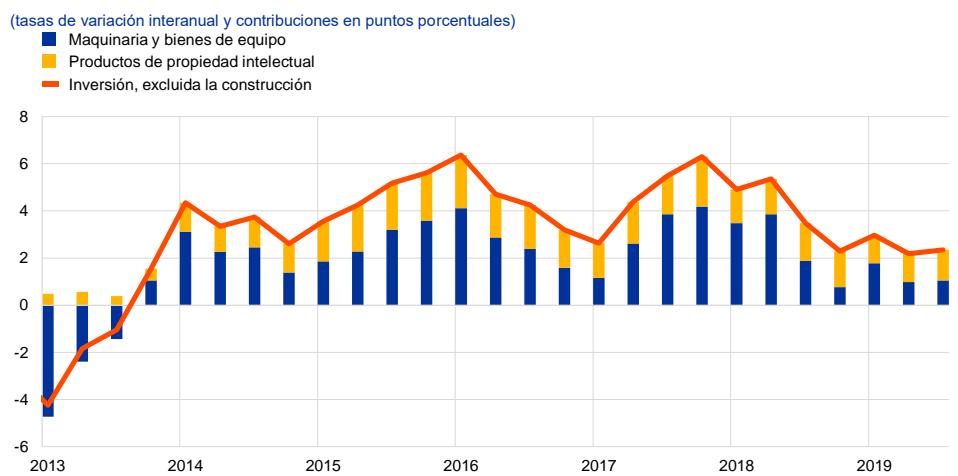
Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2019 para el empleo, a diciembre de 2019 para el PMI y a noviembre de 2019 para la tasa de paro.

El incremento del empleo y de los niveles de renta sigue sosteniendo el gasto en consumo. En el tercer trimestre de 2019, el consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, lo que supone el mayor ritmo de avance desde el tercer trimestre de 2017. La renta real disponible de los hogares apenas se ha visto afectada por la reciente desaceleración económica. La tasa de crecimiento interanual de la renta bruta disponible real se aceleró hasta el 2,3 % en el tercer trimestre, desde el 2,2 % registrado en el segundo. En general, el avance del empleo ha seguido 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— ha contribuido positivamente al poder adquisitivo de los hogares. La tasa de ahorro siguió aumentando en el tercer trimestre de 2019, ya que el crecimiento de la renta fue superior al del consumo.

De cara al futuro, el consumo privado debería continuar respaldando el crecimiento en la zona del euro. Los datos recientes sobre el volumen de ventas minoristas y las matriculaciones de automóviles apuntan a que, en el cuarto trimestre de 2019, el gasto en consumo habría descendido ligeramente con respecto al trimestre anterior. Sin embargo, otros indicadores respaldan una dinámica bastante sólida del consumo. La confianza de los consumidores, que comenzó a disminuir a finales de 2017, se ha estabilizado y, en general, se mantuvo estable a lo largo de 2019. Los resultados de las últimas encuestas también señalan un crecimiento continuado, aunque cada vez más lento, del empleo, que debería seguir impulsando la renta de los hogares y el gasto en consumo.

Se espera que la inversión empresarial se mantenga contenida, en un contexto de incertidumbre aún elevada y de márgenes de beneficio reducidos, pero que esté respaldada por unas condiciones de financiación favorables. Según los datos más recientes de las cuentas nacionales trimestrales de la zona del euro, la inversión, excluida la construcción, descendió bruscamente en el tercer trimestre de 2019 ($-7,7\%$ en tasa intertrimestral), tras experimentar un fuerte avance en el segundo trimestre ($10,3\%$ en términos intertrimestrales). Sin embargo, este descenso se debe principalmente a la inclusión de los volátiles datos sobre Irlanda correspondientes a los trimestres más recientes, que reflejan la evolución de la inversión en productos de propiedad intelectual. Haciendo abstracción de esta volatilidad, los últimos datos sugieren un crecimiento bastante moderado o incluso negativo de la inversión en la zona del euro. Por ejemplo, el avance interanual de la inversión en maquinaria y bienes de equipo se ha ralentizado gradualmente desde 2018 (véase gráfico 7). En cuanto a la evolución a corto plazo, en octubre y noviembre de 2019 la producción industrial de bienes de equipo se situó, en promedio, un $1,4\%$ por debajo del nivel medio observado en el trimestre anterior; en el período transcurrido hasta diciembre, la confianza industrial en este sector se stabilizó por debajo de la media histórica. Pese a que los márgenes empresariales aumentaron en el tercer trimestre, se mantienen en niveles reducidos en un contexto de persistencia de una elevada incertidumbre. Además, según la encuesta sobre inversión de noviembre de 2019 del BEI (*EIB Investment Survey*), el número de empresas manufactureras de la UE que tenían previsto reducir la inversión en los doce meses siguientes había aumentado por primera vez en cuatro años (véase recuadro 6, titulado «Las encuestas sobre perspectivas empresariales como indicadores de la inversión real de las empresas de la zona del euro»). La moderación de las perspectivas de inversión obedece a expectativas más generalizadas de deterioro del panorama económico, político y regulatorio en los próximos doce meses. La encuesta de inversión semestral de la Comisión Europea realizada a finales de noviembre también señala un crecimiento modesto de la inversión industrial de la zona del euro en 2020. Como nota más positiva, las condiciones de financiación favorables continúan respaldando la inversión empresarial.

Gráfico 7**Inversión, excluida la construcción, y sus componentes**

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La inversión, excluida la construcción, se descompone en: a) maquinaria y bienes de equipo, y b) inversión en productos de propiedad intelectual, excluidos los recursos biológicos cultivados (cuyo peso es muy reducido). El gráfico muestra la agregación de los datos correspondientes a los cuatro Estados miembros de la UE de mayor tamaño.

La inversión residencial debería seguir registrando un crecimiento moderado a corto plazo, respaldada por la fortaleza de la demanda y por unas condiciones de financiación favorables, pero limitada por las restricciones de oferta. Según las últimas cuentas nacionales trimestrales, la inversión en construcción y su componente residencial crecieron con fuerza en el tercer trimestre (0,9 % y 1,1 %, respectivamente, en términos intertrimestrales), tras experimentar una leve contracción en el trimestre anterior (-0,3 % y -0,1 %, respectivamente, en tasa intertrimestral). Los indicadores coyunturales y de opinión, junto con los datos más recientes sobre la producción de la construcción y los visados de obra nueva, sugieren que es probable que el moderado crecimiento de la inversión residencial continúe en el cuarto trimestre de 2019. Se espera que, en este período, la inversión residencial se vea respaldada principalmente por la fortaleza de la demanda de vivienda, como muestra la mayor intención de gasto en vivienda y la robusta demanda de préstamos para su adquisición, al tiempo que también se observan algunas señales positivas por el lado de la oferta, en particular si se considera el índice PMI de actividad en este sector.

Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro muestran algunos indicios de estabilización, mientras que las importaciones y el comercio dentro de la zona siguieron debilitándose en el cuarto trimestre de 2019. Tras el repunte del crecimiento de las exportaciones observado en el tercer trimestre de 2019 (desde un crecimiento negativo en el trimestre anterior), los datos preliminares sobre el comercio de bienes disponibles hasta noviembre indican una estabilización de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro, que se han caracterizado por una acusada volatilidad. Esta volatilidad estuvo relacionada, casi con toda probabilidad, con la acumulación de existencias asociada a la preocupación sobre la posibilidad de un Brexit duro en octubre de 2019. Los datos muestran un crecimiento relativamente resistente de las exportaciones a Estados Unidos y una recuperación cada vez más firme de las exportaciones a Turquía y

China, mientras que las destinadas al resto de Asia se mantienen contenidas. Por otra parte, las exportaciones de bienes entre países de la zona del euro y las importaciones disminuyeron en octubre y noviembre, como consecuencia de la debilidad de la producción y la actividad industriales en la zona. Los datos de contabilidad nacional más recientes muestran una caída acusada de las importaciones en el tercer trimestre de 2019, debido, sobre todo, al comercio de servicios, que experimentó una fuerte contracción del 5,1 %, después de crecer a una tasa intertrimestral del 8,4 % en el segundo trimestre. No obstante, esta evolución es atribuible principalmente a los datos sobre Irlanda. Los indicadores adelantados apuntan a una evolución de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro situada por debajo de la tendencia. Mientras que el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero aumentó hasta situarse en 47,3 (que, no obstante, sigue siendo un nivel de contracción), el indicador de la Comisión Europea relativo a la evaluación del nivel de las carteras de pedidos exteriores volvió a retroceder en diciembre. Asimismo, los indicadores de transporte de mercancías arrojan señales más positivas.

Los últimos datos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a la continuación de un crecimiento positivo, aunque moderado, de la economía en el cuarto trimestre de 2019. La debilidad del comercio internacional, junto con un prolongado período de incertidumbre, sigue lastrando la evolución general del crecimiento del producto de la zona del euro. Así, por ejemplo, la producción industrial se situó por debajo del nivel medio del tercer trimestre, lo que apunta a un nuevo descenso intertrimestral de la producción en el cuarto trimestre. Por lo que se refiere a indicadores de opinión más recientes, en el cuarto trimestre de 2019 tanto el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea como el PMI compuesto de producción se situaron en cotas inferiores a sus respectivos niveles medios del tercer trimestre.

De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en unas condiciones de financiación favorables. Además, es probable que el crecimiento se vea respaldado por mejoras adicionales del empleo unidas a un aumento de los salarios, por la orientación moderadamente expansiva de las políticas fiscales de la zona del euro y por el avance continuado, aunque algo más lento, de la actividad mundial. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de enero, mostraban que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB para 2020 y 2021 solo se habían revisado ligeramente con respecto a la encuesta anterior, que se llevó a cabo a principios de octubre.

Aunque los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro —relacionados con factores geopolíticos, el aumento del proteccionismo y las vulnerabilidades en las economías emergentes— siguen apuntando a la baja, ahora son algo menos pronunciados, ya que parte de la incertidumbre acerca del comercio internacional está disminuyendo.

4

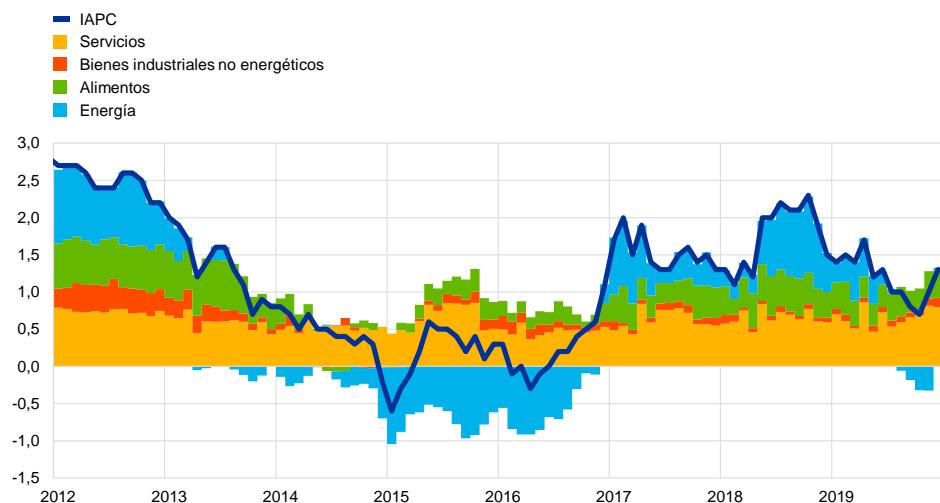
Precios y costes

La inflación medida por el IAPC aumentó hasta situarse en el 1,3 % en diciembre de 2019, desde el 1 % registrado en noviembre del mismo año. Este incremento reflejó aumentos de la tasa de variación de los precios de la energía y, en menor medida, de la correspondiente a los alimentos, que compensaron con creces el descenso marginal de la inflación de los servicios. La inflación de la energía se recuperó de las tasas negativas observadas desde agosto de 2019 y volvió a ser positiva en diciembre de 2019.

Gráfico 8

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 diciembre 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, si bien hay nuevos indicios de un leve ascenso en consonancia con las expectativas anteriores. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,3 % en diciembre, sin variación con respecto a noviembre, frente al 1,1 % registrado en octubre. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, se mantuvo en el 1,2 % en diciembre, sin cambios con respecto a noviembre, frente al 1,1 % de octubre. 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»)², apenas variaron.

² 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.

Las presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se mantuvieron prácticamente estables en las fases posteriores de la cadena de producción. La tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores se situó en el 0,8 % en noviembre de 2019, sin variación desde julio de 2019 y muy por encima de su media de largo plazo. La tasa de avance interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio permaneció en el -0,1 % en noviembre, igual que en octubre y frente al 0,9 % de septiembre. En las primeras fases de la cadena de producción, la inflación de los precios de producción internos de los bienes intermedios volvió a disminuir, hasta el -1,4 % en noviembre, frente al -1 % observado en octubre. Asimismo, la tasa de variación de los precios de importación de los bienes intermedios se redujo hasta el -0,9 % en noviembre, frente al -0,6 % de octubre. La inflación de los precios de producción a escala mundial, excluida la energía, también continuó descendiendo y se situó en el 1 % en noviembre, frente al 1,1 % de octubre, y fue inferior a su media de largo plazo.

El crecimiento de los salarios mantuvo su fortaleza. La tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,2 % en el tercer trimestre de 2019, sin variación con respecto al trimestre anterior, frente al 2,3 % registrado en el primer trimestre. Las cifras correspondientes a 2019 se vieron afectadas por una disminución significativa de las cotizaciones sociales en Francia³. La tasa de crecimiento interanual de los sueldos y los salarios por trabajador, que excluye las cotizaciones sociales, fue del 2,6 % en el tercer trimestre, frente al 2,5 % del segundo trimestre. Si se consideran los distintos indicadores y los factores transitorios, el crecimiento salarial ha mostrado un comportamiento, en general, estable desde mediados de 2018, con niveles en torno a sus medias históricas o levemente superiores.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se recuperaron ligeramente, mientras que las basadas en indicadores de opinión se mantuvieron en los niveles relativamente reducidos observados durante 2019. Como resultado de la moderada recuperación, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan ahora algo más claramente por encima de los mínimos históricos registrados en octubre de 2019. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,31 % el 22 de enero de 2020, en torno a 4 puntos básicos por encima del nivel de mediados de diciembre de 2019 y 19 puntos básicos por encima del mínimo registrado en octubre del mismo año. La probabilidad de deflación basada en datos de mercado se redujo, después de aumentar durante la mayor parte de 2019, y se mantiene por debajo de los niveles observados antes del anuncio del programa de compra de activos en 2015. Al mismo tiempo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando el riesgo de un período prolongado de baja inflación. Los resultados de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica](#) (EPE) correspondientes al primer trimestre de 2020 muestran que las expectativas medias de inflación a más largo plazo se mantienen sin cambios en el 1,7 %. Junto con las

³ Para un análisis más detallado, véase el recuadro 5 titulado «[Evolución reciente de las cotizaciones sociales y de los salarios mínimos en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

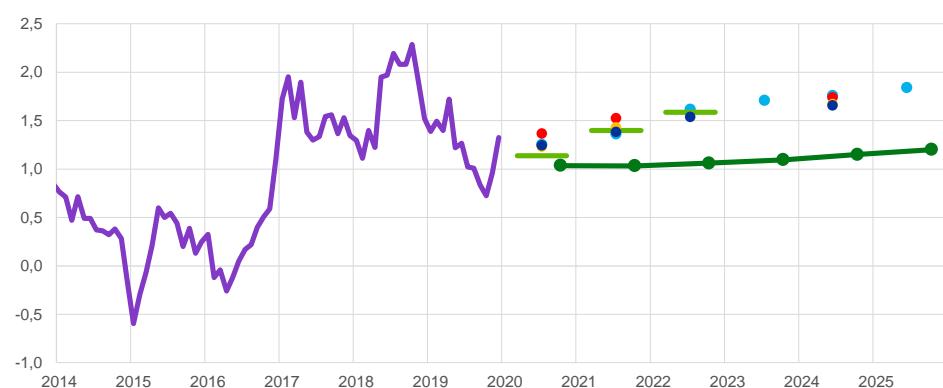
previsiones medias de inflación anual medida por el IAPC que la sitúan en el 1,2 %, el 1,4 % y el 1,5 % en 2020, 2021 y 2022, respectivamente, esta evolución señala un perfil ascendente en el futuro. Los resultados para 2020 y 2021 son los mismos que en la encuesta anterior, en la que no se incluía el año 2022.

Gráfico 9

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

- EPE I TR 2020
- EPE IV TR 2019
- EPE III TR 2019
- Previsiones de Consensus Economics (17 de enero de 2020)
- Indicadores de mercado de las expectativas de inflación (enero de 2020)
- Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro (diciembre de 2019)
- IAPC



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro (diciembre de 2019) y Consensus Economics (17 de enero de 2020).

Notas: La encuesta EPE correspondiente al primer trimestre de 2020 se realizó entre el 7 y el 13 de enero de 2020. 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 las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 22 de enero de 2020.

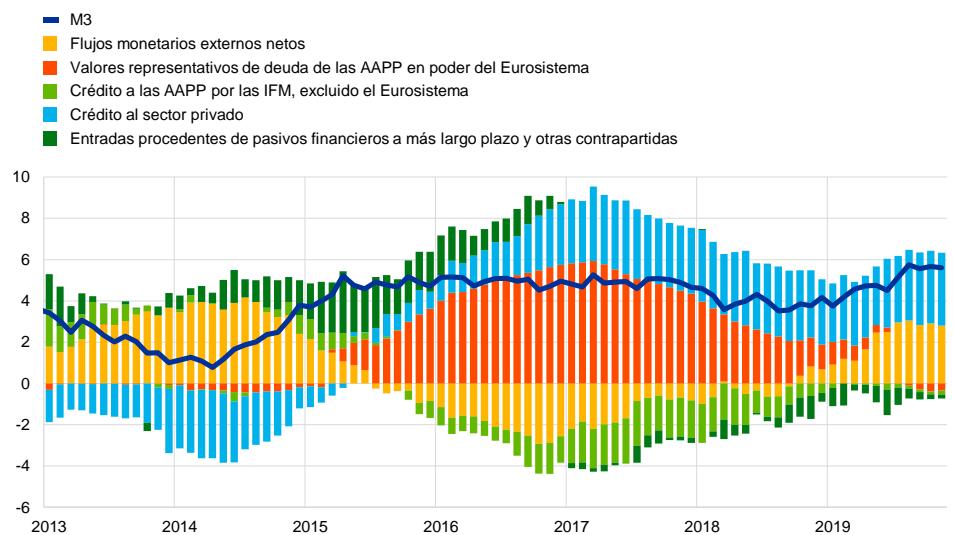
5

Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 5,6 % en noviembre de 2019, prácticamente sin variación desde agosto de 2019 (véase gráfico 10). El avance de este agregado siguió estando respaldado por la creación de crédito bancario al sector privado y por el muy bajo coste de oportunidad de mantener dinero. El agregado monetario estrecho (M1), que incluye los componentes más líquidos de M3, fue de nuevo el que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. La tasa de avance interanual de M1 fue del 8,3 % en noviembre de 2019, en torno a dos puntos porcentuales por encima del mínimo registrado en enero de 2019. Entre los componentes de M1, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación mantuvo su vigor y se situó en el 5 %, un nivel que, no obstante, no es excepcionalmente elevado en términos históricos, lo que apunta a que no se ha generalizado la sustitución por el efectivo.

Gráfico 10
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

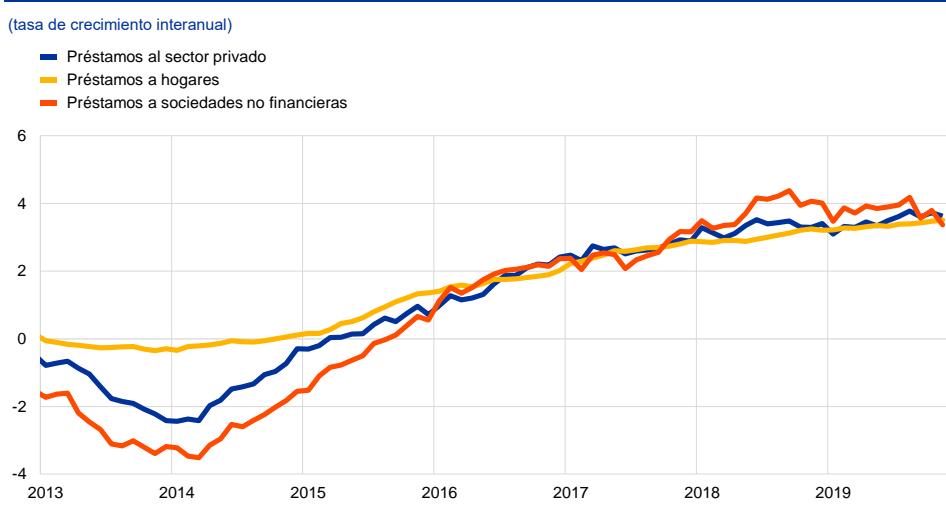
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos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

El crédito al sector privado ha continuado siendo la principal fuente de crecimiento monetario, seguido de las entradas de flujos monetarios externos. En noviembre, la contribución del crédito al sector privado y de las entradas de flujos monetarios externos se mantuvo prácticamente sin variación (véanse las partes de color azul y amarillo, respectivamente, de las barras del gráfico 10). La aportación de las entradas de flujos monetarios externos al crecimiento de M3 desde octubre de 2018 refleja el interés continuado de los inversores extranjeros por los activos de la zona del euro, en particular por los valores de deuda pública de nueva emisión.

La finalización de las adquisiciones netas mensuales de activos en el marco del programa de compra de activos (APP) a finales de 2018 hizo que la contribución de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema comenzara a reducirse a principios de 2019 hasta desaparecer (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 10), mientras que la reactivación de este programa en noviembre de 2019 solo ha tenido hasta ahora una influencia limitada en el crecimiento de M3. Además, el lastre de los pasivos financieros a más largo plazo continuó siendo ligero (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 10).

Los préstamos al sector privado siguieron creciendo a un ritmo sólido. La tasa de avance interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) se situó en el 3,6 % en noviembre de 2019, frente al 3,7 % de octubre (véase gráfico 11). Esta evolución obedeció principalmente al descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que se redujo hasta el 3,4 % en noviembre, desde el 3,8 % de octubre. La moderación de la dinámica de estos préstamos está en consonancia con la ralentización de la actividad económica observada desde 2018. Los préstamos a hogares crecieron a una tasa interanual del 3,5 % en noviembre de 2019, sin variación con respecto a octubre. En conjunto, el crecimiento de los préstamos siguió beneficiándose de los niveles históricamente reducidos de los tipos de interés del crédito bancario y de las condiciones generalmente favorables de la oferta de crédito bancario, mientras que la desaceleración de la actividad económica frenó la demanda de crédito, como también muestran los resultados de la última [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#).

Gráfico 11
Préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

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

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2020, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y de los

préstamos a hogares para adquisición de vivienda prácticamente no variaron⁴.

La competencia de otros bancos siguió contribuyendo a suavizar los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares. En el caso de los primeros, los criterios se endurecieron debido a la percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas. Las condiciones aplicadas por las entidades de crédito (es decir, las condiciones reales acordadas en el contrato de préstamo) a los nuevos préstamos a empresas y para adquisición de vivienda permanecieron básicamente sin cambios en el cuarto trimestre de 2019. La demanda de préstamos a empresas disminuyó por primera vez desde el cuarto trimestre de 2013, reflejo de la desaceleración de la actividad económica observada desde 2018; las necesidades de financiación de la inversión en capital fijo dejaron de contribuir positivamente a la demanda de crédito, mientras que el bajo nivel general de los tipos de interés continuó respaldando esta demanda por parte de las empresas y los hogares. Las entidades de crédito de la zona del euro también indicaron que su acceso a la financiación mediante valores representativos de deuda y titulizaciones había seguido mejorando en el cuarto trimestre de 2019. Asimismo, señalaron que su nivel de capital había continuado reforzándose en la segunda mitad de 2019, en el entorno de adopción de medidas regulatorias y supervisoras, y que los criterios de concesión de los préstamos a empresas y del crédito al consumo se habían endurecido ligeramente como consecuencia de los ratios de préstamos dudosos. Además, las entidades indicaron su intención de utilizar la liquidez obtenida a través de las TLTRO III en gran medida para conceder préstamos al sector privado no financiero.

El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito continuó

sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro. Los tipos de interés de los préstamos se mantuvieron próximos a sus mínimos históricos, tras descender en línea con los tipos de interés de referencia del mercado en los meses anteriores. En noviembre de 2019, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares permanecieron prácticamente sin variación, en el 1,55 % y el 1,47 %, respectivamente (véase gráfico 12). Las presiones competitivas y los costes más favorables de la financiación de las entidades de crédito redujeron los tipos aplicados a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares. En conjunto, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a estos dos sectores han disminuido significativamente desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. Entre mayo de 2014 y noviembre de 2019, los tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares cayeron en torno a 140 y 145 puntos básicos, respectivamente.

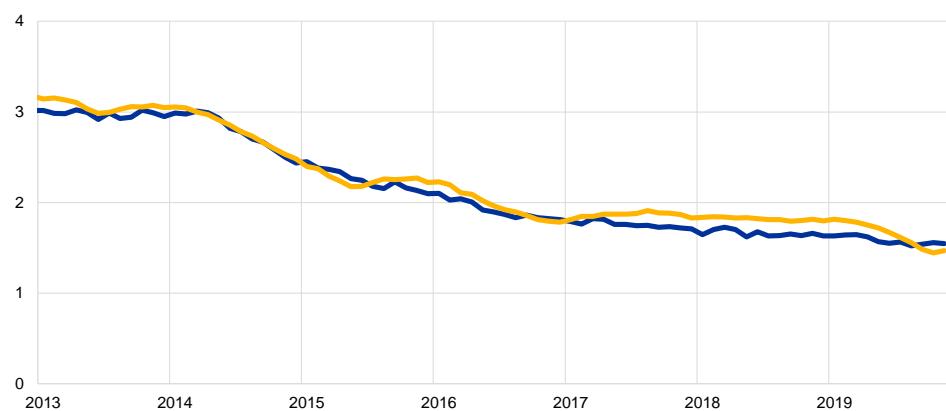
⁴ En el cuarto trimestre de 2019, los criterios de aprobación de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares prácticamente no variaron (el porcentaje neto de entidades que indicó un endurecimiento se situó en el 1 % para ambos tipos de préstamos, a diferencia del tercer trimestre de 2019, en que se situó en el -2 %).

Gráfico 12

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

(porcentajes)

- Sociedades no financieras
- Hogares para adquisición de vivienda



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 noviembre de 2019.

Recuadros

1

Seguimiento de la incertidumbre económica global: implicaciones para la inversión y el comercio mundiales

Alina Bobasu, André Geis, Lucia Quaglietti y Martino Ricci⁵

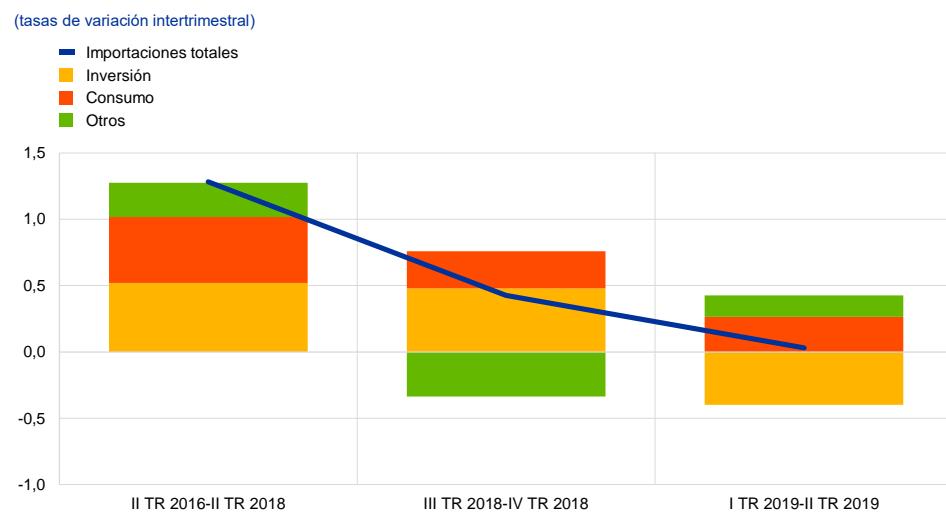
En este recuadro se arroja luz sobre el papel de la incertidumbre en la reciente desaceleración de la inversión y el comercio mundiales. Durante el año pasado, la economía global pasó de una expansión sólida y sincronizada a una desaceleración generalizada. El crecimiento mundial se ha debilitado como consecuencia de la disminución de la inversión, que fue también un determinante clave del acusado descenso que experimentó el comercio global en la primera mitad de 2019 (véase gráfico A)⁶. La inversión y el comercio se han ralentizado a escala mundial en un entorno caracterizado por crecientes tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, por la caída de la demanda china, por tensiones (geo)políticas, por el Brexit y por tensiones idiosincrásicas en varias economías emergentes, con un impacto negativo amplificado por el incremento de la incertidumbre. Con este trasfondo, en este recuadro se analiza el papel de la incertidumbre en la reciente desaceleración de la inversión y del comercio a escala global.

⁵ Agradecemos las valiosas aportaciones de Simone Cigna y Ben Schumann.

⁶ Para más información, véase el recuadro 1 «Causas de la disociación entre la actividad y el comercio mundiales», *Boletín Económico*, número 5, BCE, Fráncfort del Meno, 2019.

Gráfico A

Determinantes de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Agregación de 18 países que representan el 75 %, aproximadamente, de la demanda exterior de la zona del euro. 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.*⁷, las medidas de la demanda ajustada por la intensidad de las importaciones (IAD, por sus siglas en inglés) se calculan 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 del grado de apertura comercial, también se incluyen tendencias determinísticas no lineales en las relaciones de largo plazo. El coeficiente a largo plazo de la elasticidad de las importaciones a la demanda interna se restringe a uno.

Dado que la incertidumbre no puede observarse directamente, se suelen utilizar proxies (indicadores aproximados). La incertidumbre económica puede tener su origen en distintas fuentes y se caracteriza por una situación en la que los agentes no pueden contemplar todos los posibles estados de la naturaleza ni caracterizar sus distribuciones de probabilidad. Si bien la literatura permite definir en cierta medida el concepto de incertidumbre, incluso separándola del riesgo y de la confianza⁸, no existe un único indicador de incertidumbre comúnmente aceptado. Se han propuesto varios *proxies*, como indicadores basados en la volatilidad de los mercados bursátiles, recuentos de la palabra «incertidumbre» en artículos de prensa y medidas basadas en las discrepancias entre expertos en previsión económica⁹.

En este recuadro se presentan indicadores sintéticos de la incertidumbre macroeconómica variable en el tiempo. Jurado *et al.* definen la incertidumbre económica como la volatilidad condicional de una perturbación que es imposible de predecir desde la perspectiva de los agentes económicos¹⁰, y un aumento de la incertidumbre suele asociarse a la creciente dificultad de predecir la evolución económica futura. A partir de esta definición se han elaborado indicadores de

⁷ Bussière *et al.*, «Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n.º 3, 2013.

⁸ Para consultar un análisis, véase L. Stracca y L. Nowzohour, «More than a feeling: confidence, uncertainty and macroeconomic fluctuations», *Working Paper Series*, n.º 2100, BCE, septiembre de 2017.

⁹ Véanse N. Bloom, «The impact of uncertainty shocks», *Econometrica*, vol. 77, n.º 3, 2009; S. Baker *et al.*, «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, 2016; Bachmann *et al.*, «Uncertainty and Economic Activity: Evidence from Business Survey Data», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n.º 2, 2013.

¹⁰ Véase K. Jurado *et al.*, «Measuring Uncertainty», *American Economic Review*, vol. 105, n.º 3, 2015.

incertidumbre económica para 16 socios comerciales de la zona del euro, que representan, en conjunto, alrededor del 70 % del PIB mundial (excluida la zona del euro). Los indicadores se han basado en la evolución temporal de la volatilidad de los errores de predicción basados en modelos de una amplia selección de series temporales macroeconómicas y de mercados financieros¹¹. Al aplicar el mismo enfoque a una gran variedad de indicadores nacionales de comercio se ha obtenido también un indicador de incertidumbre global en torno al comercio¹².

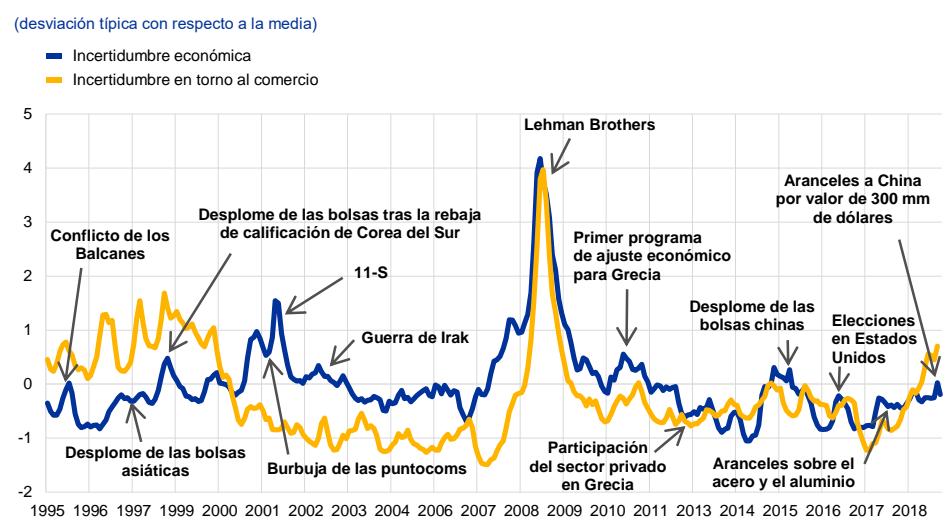
Los resultados de la estimación sugieren que, aunque la incertidumbre económica global aumentó gradualmente durante el año pasado, la relativa al comercio a escala mundial ha crecido con más rapidez. El año pasado, la incertidumbre relacionada con el comercio se incrementó en dos desviaciones típicas, lo que supone un aumento dos veces superior al observado en la incertidumbre económica (véase gráfico B). Mientras que los indicadores descritos en este recuadro son acordes, en gran medida, con anteriores acontecimientos políticos, geopolíticos y económicos generalmente asociados a un grado elevado de incertidumbre, la intensificación reciente coincide con diversos anuncios de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y de China. Por ejemplo, el indicador de incertidumbre en torno al comercio empezó a aumentar a mediados de 2018, cuando Estados Unidos anunció la aplicación de aranceles sobre el acero y el aluminio, y volvió a repuntar en el primer trimestre de 2019, después de que el citado país elevase los aranceles a importaciones de China por valor de 200 mm de dólares. Todos los países de la muestra (excepto Suiza) han experimentado un incremento de la incertidumbre desde principios de 2018.

¹¹ Más concretamente, se utiliza un modelo de factores dinámicos (de frecuencia mensual) para prever las variables macroeconómicas y financieras específicas de cada país con un mes de antelación. A continuación se emplea un modelo de volatilidad estocástica para obtener la volatilidad condicional del error de predicción basado en modelos a lo largo del tiempo. Posteriormente, se extrae un componente principal de la serie temporal individual para elaborar un indicador de incertidumbre económica para cada país. Por último, se construye un indicador de incertidumbre global sumando los indicadores específicos de cada país mediante el uso de ponderaciones del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA). Del mismo modo, se obtiene una medida de la incertidumbre global en torno al comercio a partir de una extensa base de datos de indicadores mensuales de comercio a escala nacional.

¹² El indicador de incertidumbre en torno al comercio refleja el componente no predecible de un amplio conjunto de variables específicas del comercio, como las importaciones y las exportaciones. Por tanto, tiene en cuenta una variedad de fuentes de este tipo de incertidumbre, entre las que se incluyen la incertidumbre sobre la política comercial. La selección del proxy se ha basado en el hecho de que el oro se considera un activo seguro y, por tanto, debería resaltar el componente de los acontecimientos que está relacionado con la incertidumbre.

Gráfico B

Incertidumbre en torno a la economía y al comercio a escala global



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Las desviaciones típicas con respecto a las medias se han calculado para el período comprendido entre enero de 1998 y agosto de 2019.

Tras la crisis financiera mundial, los debates en torno a las políticas se han centrado cada vez más en las consecuencias macroeconómicas de un aumento de la incertidumbre. Un análisis reciente del BCE sugiere que la mayor incertidumbre tuvo efectos negativos sobre la inversión de la zona del euro durante la crisis financiera global y la crisis de la deuda soberana de la zona del euro¹³. Un canal que se cita a menudo y que vincula la incertidumbre con la actividad real es la irreversibilidad de la inversión¹⁴. Además, la interacción entre las perturbaciones relacionadas con la incertidumbre y las fricciones financieras puede tener potentes efectos sobre la actividad económica¹⁵. Los consumidores también pueden reaccionar al incremento de la incertidumbre aumentando su ahorro por motivo precaución¹⁶.

La incertidumbre económica también parece desempeñar un papel importante en la coyuntura actual. No es fácil analizar la relación causal entre las fluctuaciones de la incertidumbre y el crecimiento del producto, dado que puede ser bidireccional: el incremento de la incertidumbre afecta a la actividad económica, pero también es probable que las perturbaciones (negativas) sobre la producción eleven la incertidumbre. Para distinguir las perturbaciones exógenas derivadas de la

¹³ Véase Working Group on Econometric Modelling (grupo de trabajo del BCE sobre modelización estadística), «Business investment in EU countries», *Occasional Paper Series*, n.º 215, BCE, octubre de 2018.

¹⁴ Véase N. Bloom, *op. cit.*

¹⁵ Véanse L. J. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, «Risk Shocks», *American Economic Review*, vol. 104, 2014, y S. Gilchrist, J. W. Sim y E. Zakrjásek, «Uncertainty, Financial Frictions, and Investment Dynamics», *NBER Working Paper*, n.º 20038, National Bureau of Economic Research, 2014.

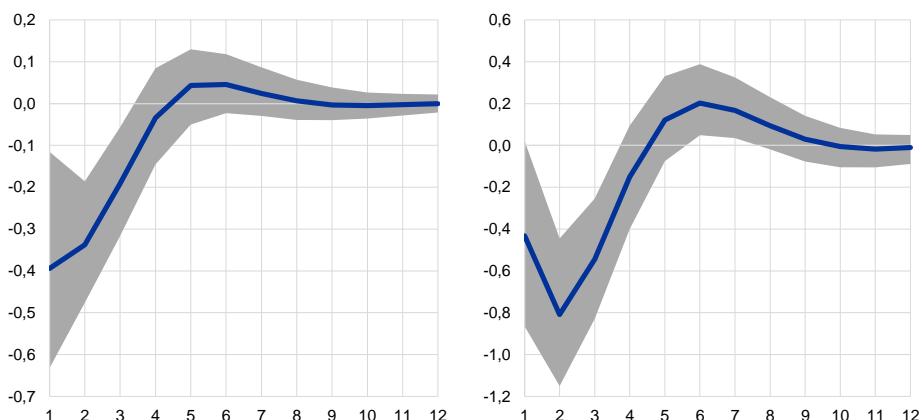
¹⁶ Véase S. Basu y B. Bundick, «Uncertainty Shocks in a Model of Effective Demand: Reply», Banco de la Reserva Federal de Kansas City, RWP 18-05, 2017.

incertidumbre se utiliza la metodología propuesta por Piffer y Podstawska¹⁷ y se estima un modelo *proxy* SVAR (modelo estructural de vectores autorregresivos) en el que se utilizan variaciones del precio del oro como instrumento para medir la incertidumbre¹⁸. Los resultados de este análisis sugieren que las perturbaciones relacionadas con la incertidumbre son importantes y significativas en cuanto a su magnitud. Por lo que respecta al impacto, una perturbación asociada a la incertidumbre de una desviación típica reduce alrededor de 0,4 puntos porcentuales el crecimiento de la inversión mundial y 0,8 puntos porcentuales las importaciones globales, respectivamente (véase gráfico C). El análisis efectuado sugiere también que la incertidumbre fue un lastre para el avance de la inversión y del comercio a escala mundial durante el año pasado, y explica un tercio de la caída de la inversión y el 40 % de la disminución de las importaciones globales (véase gráfico D).

Gráfico C

Funciones de impulso-respuesta de la inversión global (escala izquierda) y de las importaciones mundiales (escala derecha), excluida la zona del euro, ante una perturbación relacionada con la incertidumbre de una desviación típica

(eje de ordenadas: puntos porcentuales; eje de abscisas: trimestres)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico se muestran las funciones de impulso-respuesta obtenidas de un modelo SVAR que incluye el indicador de incertidumbre económica global, la inversión mundial, las importaciones globales, una medida agregada de los tipos de interés, la inflación mundial medida por los precios de consumo (IPC) y un índice internacional de cotizaciones bursátiles. El modelo se estima para el período comprendido entre el primer trimestre de 1996 y el segundo trimestre de 2019. Se elaboran agregados globales de las variables incluidas en el VAR a partir de 16 países que representan el 75 % del PIB mundial mediante el uso de ponderaciones del PIB en términos de PPA. Las líneas de color azul muestran las medianas puntuales, mientras que las partes de color gris indican los intervalos de confianza del 68 %.

¹⁷ Véase M. Piffer y M. Podstawska, «Identifying uncertainty shocks using the price of gold», *The Economic Journal*, vol. 128, 2018. Su *proxy*, disponible hasta 2015, se ha ampliado añadiendo 20 acontecimientos más ocurridos entre el segundo trimestre de 2015 y el segundo trimestre de 2019 que pueden generar incertidumbre o reducirla, no se han previsto y son exógenos a otras perturbaciones macroeconómicas.

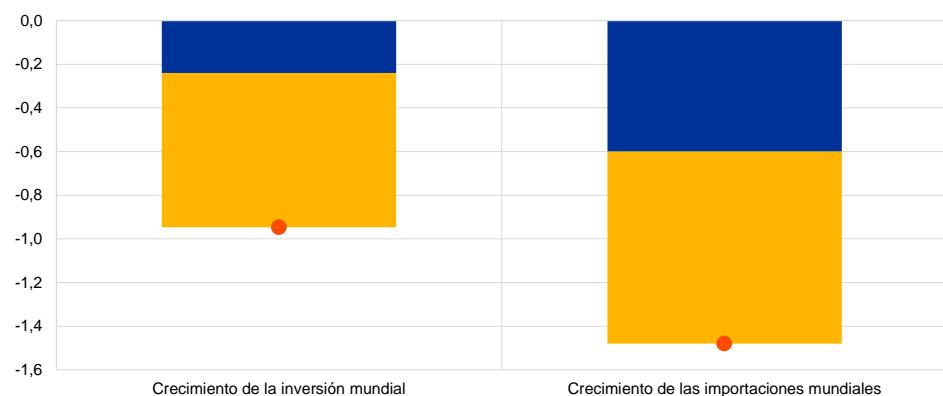
¹⁸ Para identificar las perturbaciones relacionadas con la incertidumbre se utiliza un enfoque narrativo. Más concretamente, se calcula la variación (porcentual) del precio del oro en torno a cada acontecimiento y posteriormente se agregan todas las variaciones en una serie temporal mensual. Esta serie *proxy* presenta una correlación con las perturbaciones asociadas a la incertidumbre, pero no con otras perturbaciones macroeconómicas habituales. El *proxy* se incorpora después a un modelo global SVAR que también incluye el indicador estimado de la incertidumbre económica global, el PIB mundial, la inversión global, una medida agregada de los tipos de interés, la inflación mundial y un índice bursátil.

Gráfico D

Descomposición del crecimiento de la inversión y de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro)

(tasas medias de variación intertrimestral entre el segundo trimestre de 2017 y el segundo trimestre de 2018, y entre el segundo trimestre de 2018 y el segundo trimestre de 2019, desviación con respecto a la tendencia)

- Contribución de las perturbaciones relacionadas con la incertidumbre
- Contribución de otras perturbaciones
- Total



Fuente: Cálculos del BCE.

La desaparición de la incertidumbre también puede contribuir al repunte de la actividad mundial, como se indicaba en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019. Como los factores adversos que afectan a la economía mundial están desapareciendo lentamente y la incertidumbre está disminuyendo, a medio plazo se espera una recuperación moderada de la actividad y del comercio mundiales¹⁹. También se espera que las políticas que promuevan el crecimiento en muchas economías sirvan de apoyo adicional. Sin embargo, gran parte de los acontecimientos que han impulsado el aumento de la incertidumbre distan mucho de estar resueltos, y se considera que los riesgos para la actividad económica mundial apuntan a la baja. Por tanto, la incertidumbre podría continuar enturbiando las perspectivas mundiales en los próximos trimestres.

¹⁹ Es probable que el acuerdo comercial de «Fase 1» alcanzado recientemente entre Estados Unidos y China reduzca la incertidumbre y elimine parte del lastre sobre la actividad y el comercio mundiales.

2

La inversión de la curva de rendimientos en Estados Unidos y las señales de los mercados financieros que apuntan a una recesión

Johannes Gräß y Stephanie Titzck

La inversión de la curva de rendimientos que se observó en Estados Unidos a mediados de 2019 aumentó la preocupación por una posible recesión en ese país. La curva de rendimientos de Estados Unidos suele considerarse un indicador adelantado de las recesiones: el aplanamiento o la inversión de esta curva (es decir, un diferencial negativo de rendimientos) —donde los tipos de interés a largo plazo son más bajos que los de corto plazo— se ha considerado, a menudo, una señal de recesión inminente. A finales del verano de 2019, en Estados Unidos la curva de tipos se invirtió por primera vez desde la crisis financiera mundial (véase gráfico A). El análisis de las recesiones globales puede ayudar a valorar los riesgos para las perspectivas económicas. En este recuadro se presenta una valoración de la probabilidad de que se produzca una recesión en Estados Unidos, teniendo en cuenta los desarrollos que han distorsionado las señales derivadas de la actual curva de rendimientos.

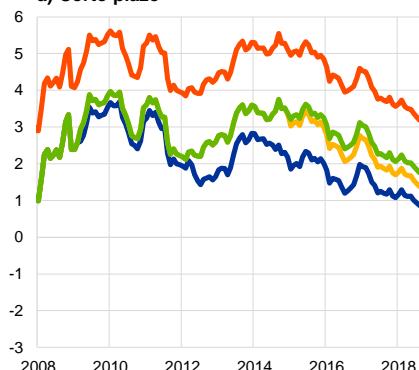
Gráfico A

Ajustes del diferencial de rendimientos: perspectivas a corto y a largo plazo

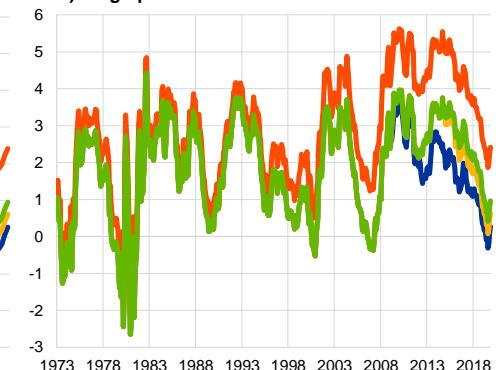
(puntos porcentuales)

- Diferencial de rendimientos
- Diferencial ajustado por QE de Estados Unidos
- Diferencial ajustado por QE total
- Diferencial ajustado por QE total y por tenencias oficiales

a) Corto plazo



b) Largo plazo



Fuentes: Reserva Federal, Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial de rendimientos es el diferencial entre los tipos de interés de los bonos del Tesoro estadounidense a tres meses y a diez años. El diferencial ajustado por QE de Estados Unidos es el diferencial ajustado por el efecto de los programas de expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés) de la Reserva Federal sobre el rendimiento a diez años. El diferencial ajustado por QE total tiene en cuenta el efecto de las compras de activos realizadas por la Reserva Federal y por el Eurosistema sobre los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años. El diferencial ajustado por QE total y por tenencias oficiales incorpora el efecto de las tenencias oficiales sobre el rendimiento a diez años, además del efecto de los programas de expansión cuantitativa de Estados Unidos y de la zona del euro.

La última observación corresponde a noviembre de 2019.

Los modelos estándar de probabilidad de recesión basados en la curva de rendimientos no incluyen factores que pueden distorsionar las señales

derivadas de la actual curva de tipos de interés²⁰. Estos modelos suelen relacionar la probabilidad de recesión con un indicador del diferencial de rendimientos, es decir, la diferencia entre los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a tres meses y a diez años. Sin embargo, este diferencial puede verse afectado por factores que han reducido la prima por plazo de los rendimientos de los bonos a más largo plazo, en gran parte con independencia de las perspectivas económicas internas. En primer lugar, desde la crisis financiera global, los tipos de interés a largo plazo han disminuido en Estados Unidos como consecuencia de las compras de activos realizadas por la Reserva Federal. Aunque estas adquisiciones se interrumpieron hace algún tiempo y, hasta el verano de 2019, la Reserva Federal fue reduciendo sus tenencias de deuda, el saldo que mantiene en su balance ha seguido reduciendo las primas por plazo de los bonos a más largo plazo. En segundo lugar, en los últimos años, los programas de compras de activos de bancos centrales extranjeros, como el BCE, han comprimido aún más los tipos estadounidenses a largo plazo. Las adquisiciones de activos por parte de bancos centrales extranjeros afectan a los tipos de interés estadounidenses mediante el canal de transmisión de la política monetaria a través de la recomposición de carteras con activos internacionales. En tercer lugar, desde principios de la década de 2000, la acumulación de tenencias de bonos del Tesoro estadounidense por parte de bancos centrales extranjeros también ha reducido los rendimientos a más largo plazo de estos valores. Dado que la demanda de estos bancos centrales es, normalmente, inelástica a los precios, es probable que los tipos a largo plazo disminuyan con independencia de los riesgos de recesión en la economía de Estados Unidos. Por consiguiente, las señales derivadas de los modelos estándar de probabilidad de recesión basados en la curva de rendimientos pueden estar distorsionadas.

En este recuadro se presentan distintos modelos de probabilidad de recesión para tratar esas posibles distorsiones de las señales procedentes de la curva de rendimientos. Concretamente, se elaboran indicadores del diferencial de rendimientos para ajustar los efectos de los programas de compras de activos y de la acumulación de reservas de bancos centrales extranjeros. Estos indicadores se incluyen posteriormente en un modelo estándar de regresión *logit* para valorar la probabilidad de que Estados Unidos entre en una fase recesiva en un horizonte de un año²¹. Se utiliza un modelo *logit* para estimar la probabilidad de un evento binario —en este caso, la recesión de la economía estadounidense— a partir de distintas variables explicativas. Para estimar la probabilidad de recesión se emplean las variantes del diferencial de rendimientos que se explican a continuación.

En primer lugar, se elabora un indicador del diferencial de tipos de interés que corrige el rendimiento a diez años de Estados Unidos por el efecto de los programas de expansión cuantitativa de la Reserva Federal. Para ello, se valora

²⁰ También se señaló algo similar en P. R. Lane, «[The yield curve and monetary policy](#)», conferencia pública para el Centro de Finanzas y el Departamento de Economía de la University College London, 25 de noviembre de 2019.

²¹ En los modelos se controla por los desajustes de los mercados de renta variable y de renta fija privada incluyendo la prima en exceso de los bonos (*excess bond premium*) y la ratio precio/beneficio ajustada de ciclo.

el impacto de los tres programas de compra de activos a gran escala (LSAP, por sus siglas en inglés), del programa de ampliación de vencimientos y de las reinversiones sobre la prima por plazo de los rendimientos de la deuda pública de Estados Unidos a diez años²². Al ajustar el rendimiento a diez años por los efectos de los programas de expansión cuantitativa se obtiene una diferencia notablemente mayor entre los bonos del Tesoro estadounidense a tres meses y a diez años (es decir, un diferencial de tipos más amplio), en particular entre 2012 y 2018 (véase gráfico A, línea de color amarillo). El diferencial ajustado aumenta con la expansión gradual del balance de la Reserva Federal y alcanza un máximo (124 puntos básicos) en septiembre de 2014, justo antes del final de las compras netas de activos. La diferencia entre el diferencial estándar y el diferencial ajustado por los programas de expansión cuantitativa de Estados Unidos se redujo durante la normalización del balance de la Reserva Federal entre octubre de 2017 y agosto de 2019, pero sigue siendo significativa.

En segundo lugar, se obtiene un indicador del diferencial de tipos para incorporar los efectos de contagio que tienen las compras de activos realizadas por los bancos centrales del Eurosistema sobre los rendimientos en Estados Unidos (véase gráfico A, línea de color rojo). Para ello, se calcula el coeficiente de correlación de la variación diaria de los rendimientos del bono alemán y de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años después de las medidas anunciadas en relación con el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) del BCE²³. Posteriormente, se calcula el efecto total de las medidas de expansión cuantitativa del BCE sobre los rendimientos de Estados Unidos aplicando el coeficiente de correlación al efecto estimado del APP del Eurosistema sobre la prima por plazo a diez años de la zona del euro^{24, 25}. Por último, se corrige el diferencial de tipos estadounidense por estos efectos de contagio derivados de las medidas anunciadas con respecto al APP sumando las estimaciones al rendimiento a diez años de Estados Unidos.

En tercer lugar, se construye un indicador del diferencial de tipos que también tiene en cuenta el efecto de las tenencias de bonos del Tesoro estadounidense en reservas oficiales extranjeras (véase gráfico A, línea de color verde). Las estimaciones del BCE sugieren que un incremento de 10 puntos porcentuales en

²² Las estimaciones del impacto de la prima por plazo en Estados Unidos se basan en J. Ihrig, E. Klee, C. Li, M. Wei y J. Kachovec, «Expectations about the Federal Reserve's Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates», *International Journal of Central Banking*, vol. 14(2), marzo de 2018, pp. 341-391.

²³ El coeficiente es 0,4, lo que sugiere que una medida anunciada con respecto al APP del BCE que reduce los rendimientos del bono alemán a diez años en 10 puntos básicos se traduce en un descenso de 4 puntos básicos en los del Tesoro estadounidense con el mismo plazo de vencimiento. Las medidas anunciadas en relación con el APP del BCE se basan en L. Dedola, G. Georgiadis, J. Gräß y A. Mehl, «[Does a big bazooka matter? Central bank balance-sheet policies and exchange rates](#)», *Working Paper Series*, n.º 2197, BCE, noviembre de 2018.

²⁴ Las estimaciones se han extraído de F. Eser, W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde y A. L. Vladu, «[Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve](#)», *Working Paper Series*, n.º 2293, BCE, julio de 2019.

²⁵ Esto coincide con lo señalado en Curcuru *et al.* (2018), donde se llega a la conclusión de que la relajación de la política monetaria del BCE reduce considerablemente las primas por plazo en Estados Unidos. Véase S. Curcuru, S. Kamin, C. Li y M. Rodríguez, «[International Spillovers of Monetary Policy: Conventional Policy vs. Quantitative Easing](#)», *International Finance Discussion Papers*, n.º 1234, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, agosto de 2018.

las tenencias oficiales extranjeras de deuda pública estadounidense se traduce en una caída de 55 puntos básicos de la prima por plazo de los bonos del Tesoro de Estados Unidos²⁶. Dadas las observaciones del importe de las tenencias oficiales extranjeras de dólares estadounidenses en porcentaje del saldo vivo total de la deuda pública de Estados Unidos, es posible ajustar el rendimiento a diez años por esos efectos. El diferencial ajustado por las tenencias oficiales empieza a desviarse notablemente del diferencial estándar a principios de la década de 2000 cuando China y otras economías emergentes comenzaron a acumular cada vez más reservas de dólares (véase gráfico A). Desde 2008, el diferencial de tipos que incorpora el efecto de las tenencias oficiales se ha situado, en promedio, en torno a 165 puntos básicos por encima del diferencial ajustado por los programas de expansión cuantitativa.

Un modelo basado en el diferencial estándar de tipos podría sobreestimar las probabilidades de recesión actuales si se compara con los modelos que tienen en cuenta el efecto de las compras de activos. Como se muestra en el gráfico B, en agosto de 2019, cuando la curva de rendimientos estaba más invertida, la probabilidad de recesión a un año vista que se preveía en un modelo en el que se utilizó el diferencial estándar era del 37 %. En cambio, los ajustes del diferencial propuestos en este recuadro señalan probabilidades considerablemente inferiores. El modelo en el que se utiliza un diferencial de tipos ajustado por los programas de expansión cuantitativa de Estados Unidos indica una probabilidad del 28 %²⁷. Cuando este diferencial se ajusta también por los efectos de contagio del APP sobre el diferencial de tipos en Estados Unidos, la probabilidad cae hasta situarse en el 21 %, mientras que, si además se tienen en cuenta los efectos de las tenencias oficiales extranjeras, la probabilidad se reduce al 12 %²⁸.

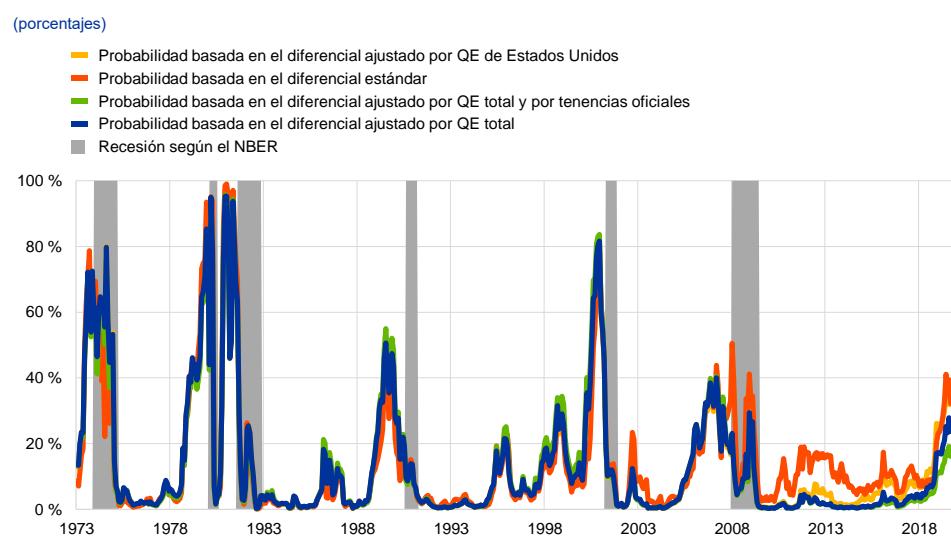
²⁶ Las estimaciones se basan en J. Gräb, T. Kostka y D. Quint, «Quantifying the ‘exorbitant privilege’ – potential benefits from a stronger international role of the euro», en *The international role of the euro*, BCE, junio de 2019.

²⁷ Si se utilizan métricas estándar para valorar la capacidad de predecir recesiones, puede observarse que, entre los modelos sometidos a prueba, el que utiliza el diferencial ajustado por la expansión cuantitativa total muestra una mayor capacidad predictiva.

²⁸ Swanson y Williams (2014) muestran que, en concreto, los tipos en horizontes más cortos no reaccionaron a los datos macroeconómicos publicados durante este período. En consecuencia, en todos los modelos se ha excluido de la estimación el período durante el cual el rango objetivo para el tipo de interés de referencia de los fondos federales era de entre el 0 % y el 0,25 %. Véase E. T. Swanson y J. C. Williams, «Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium- and Longer-Term Interest Rates», *NBER Working Paper*, n.º 20486, septiembre de 2014.

Gráfico B

Probabilidades de recesión basadas en variantes del diferencial de rendimientos



Fuentes: Reserva Federal, Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: Las zonas sombreadas indican las recesiones según el National Bureau of Economic Research (NBER). Las variantes del diferencial de rendimientos se explican en las notas del gráfico A.

En general, los modelos que tienen en cuenta el hecho de que la prima por plazo de los rendimientos de los bonos a más largo plazo —y, por tanto, el diferencial de tipos de interés— puede reducirse por factores que son, en gran medida, independientes de las perspectivas económicas internas sugieren una probabilidad de recesión en Estados Unidos más baja que los modelos basados en el diferencial estándar. En agosto de 2019, cuando las probabilidades de recesión basadas en los modelos alcanzaron su máximo, la corrección indica una probabilidad de recesión a un año vista de 9 a 25 puntos básicos más baja que el modelo estándar. El modelo que tiene en cuenta los programas de expansión cuantitativa de Estados Unidos y de la zona del euro, que resulta ser el que tiene las mejores propiedades estadísticas, sugería una probabilidad de recesión del 28 %. Desde agosto de 2019, las probabilidades de recesión han disminuido en todos los modelos en consonancia con la ampliación del diferencial de tipos motivada, en particular, por el aumento de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo, lo que sugiere unas perspectivas para Estados Unidos algo más positivas que las señaladas por los análisis de mercados en el verano de 2019.

3

Ruptura del «efecto cadena» de los aranceles: las zonas francas en la época del proteccionismo

Virginia di Nino, Simone Cigna y Srdan Tatomir

En las zonas francas, los bienes importados pueden ser tratados, fabricados y reexportados sin la intervención de las autoridades aduaneras. En este recuadro se analizan los beneficios de las zonas francas, cómo se utilizan en Estados Unidos²⁹, China³⁰ y la Unión Europea (UE)³¹, y si pueden mitigar el impacto de las subidas arancelarias derivadas de las nuevas restricciones comerciales³².

Las zonas francas fueron concebidas inicialmente para promover el desarrollo económico y el empleo impulsando el comercio internacional. En las zonas francas, el comercio de procesamiento y los bienes reexportados están exentos de derechos de importación; otras ventajas son los menores gastos de procesamiento y los derechos de importación aplazados. También hay inconvenientes, como, por ejemplo, que las empresas ya establecidas simplemente decidan trasladarse a una zona franca desde otro lugar del mismo país para beneficiarse de unos aranceles o impuestos más bajos. Ello puede dar lugar a una caída de los ingresos fiscales del Estado sin un impacto neto positivo sustancial sobre el empleo y la actividad económica³³. Teniendo en cuenta estas ventajas e inconvenientes, la medida en que los países se benefician de las zonas francas depende en gran parte del contexto. En varios países, el número de zonas francas ha aumentado en las dos últimas décadas, ya que los Gobiernos han tratado de fomentar el desarrollo de la producción global en sus territorios.

Las zonas francas pueden romper el «efecto cadena» de los aranceles en la medida en que las piezas y los componentes (también denominados «bienes intermedios») están exentos de aranceles cuando se reexportan o pueden entrar en el mercado sujetos a tipos arancelarios favorables. En Estados Unidos, a los bienes intermedios se les aplican tipos arancelarios más elevados que a los productos finales (lo que se conoce como «inversión arancelaria» [*tariff inversion*]), pero los insumos importados a través de zonas francas pueden estar exentos de gravámenes o se les puede aplicar el tipo arancelario de los productos finales, más reducido. Además, el valor creado dentro de estas zonas es doméstico y, por tanto, está protegido frente a los impuestos que gravan las importaciones en

²⁹ Para consultar una lista completa de zonas francas en Estados Unidos, véase «[List of Foreign-Trade Zones by State](#)».

³⁰ Para la lista de zonas francas en China, véase el artículo titulado «[China: China Introduces New Free Trade Zones and Improved Practices](#)», *International Tax Review*, 15 de octubre de 2019.

³¹ Para la lista completa de zonas francas establecidas en la UE, véase el documento «[Free zones which are in operation in the customs territory of the Union, as communicated by the Member States to the Commission](#)», 20 de diciembre de 2019.

³² Matt Gold, ex negociador comercial de Estados Unidos, afirmó que en un mundo de crecientes barreras comerciales las zonas francas adquieren más valor; véase el artículo «[Trump Erects Trade Barriers, and 'Foreign Trade Zones' Take Them Down](#)», *Governing: The Future of States and Localities*, 6 de marzo de 2018.

³³ Para una breve descripción de las ventajas y los inconvenientes de las zonas francas, véase «[Special economic zones – Not so special](#)», *The Economist*, 4 de abril de 2015.

Estados Unidos. En lugar de pagar un arancel por cada bien intermedio importado que se incorpora a la producción de bienes finales, las empresas pueden recurrir a las zonas francas para romper esta «cadena» de aranceles, abonando únicamente el aplicable al valor añadido foráneo del producto terminado. También pueden transformar y fabricar los bienes en estas zonas y reexportarlos después a otros destinos sin pagar aranceles de importación en Estados Unidos. Los productos fabricados en cadenas globales de valor (CGV) son los que más se benefician de las zonas francas en términos de ahorro de costes, ya que suelen atravesar fronteras varias veces y de otra manera estarían sujetos a aranceles en cada una de ellas. De no existir zonas francas, los aranceles se acumularían en los productos de las CGV, porque se grava el valor bruto del producto y no el valor añadido en cada fase. Según la National Association of Foreign-Trade Zones de Estados Unidos, aproximadamente la mitad de los costes que ahorran las empresas al establecerse en zonas francas se debe a que evitan la inversión arancelaria³⁴.

En Estados Unidos, en las zonas francas se trata un porcentaje sustancial de las importaciones totales (en torno al 38 % en 2018). No obstante, las importaciones consideradas «foráneas» (*foreign status*) y que reciben un trato preferente tan solo representan el 14 % de las importaciones totales³⁵. Alrededor de la mitad de las importaciones «foráneas» acaban atravesando las fronteras de Estados Unidos para consumo final, mientras que el resto se procesa y reexporta. En 2018, en las zonas francas estadounidenses trabajaban 440.000 personas. Además del petróleo, que transita por las zonas francas de Estados Unidos por razones históricas, los productos electrónicos, la maquinaria y los bienes de transporte con redes de producción globales conforman el grueso de las importaciones que entran en el país a través de estas zonas³⁶. Los fabricantes de automóviles extranjeros se benefician de la inversión arancelaria instalándose en zonas francas³⁷.

En China, las zonas francas también representan un porcentaje significativo y creciente del comercio total. Aunque en las zonas francas de este país actualmente no se aplican exenciones de derechos de importación, es un aspecto que se ha estado considerando y que podría cambiar como parte de la expansión continuada de estas zonas. En la actualidad existen en China doce zonas francas de gran tamaño en las que trabaja el 4 % de la población activa y donde se tratan bienes que suponen alrededor del 17 % de las importaciones totales del país. Al igual que en Estados Unidos, aproximadamente la mitad de esos bienes se destina a consumo interno y la otra mitad a la reexportación. Los productos electrónicos y la maquinaria importados a través de zonas francas representan el 20 % de las importaciones de sus respectivos sectores (véase gráfico A), mientras que los bienes de transporte constituyen el 25 %

³⁴ NAFTZ, «The US Foreign-Trade Zones Program: Economic Benefits to American Communities», 2019.

³⁵ El glosario de términos sobre zonas francas («Glossary of FTZ terms»), elaborado por el Foreign-Trade Zones Board de Estados Unidos, contiene información adicional sobre la definición de bienes «internos/ya gravados» (*domestic status/duty paid*) y bienes «foráneos» (*foreign status*).

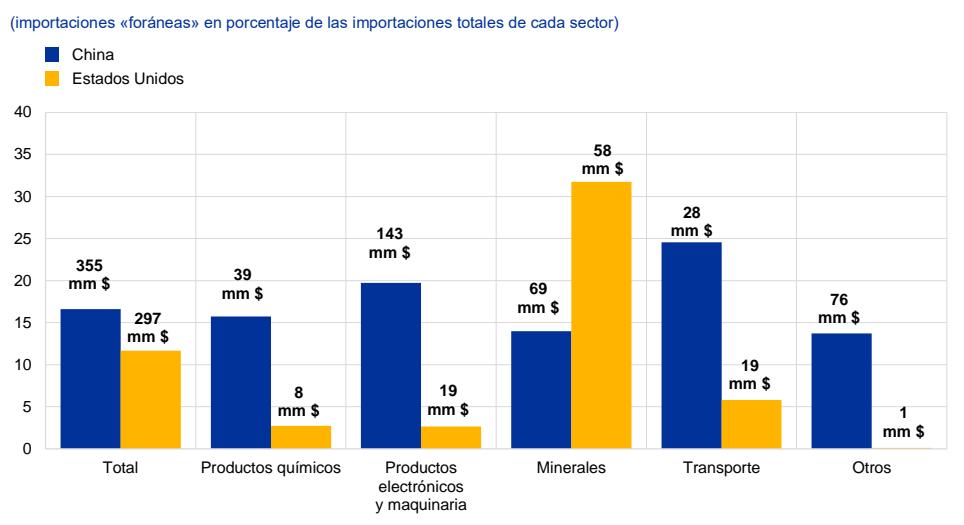
³⁶ Las importaciones de petróleo representan las dos terceras partes de las importaciones de las zonas francas en Estados Unidos. Las refinerías se establecen en zonas francas para evitar la prohibición histórica a la importación de crudo, que se remonta a la década de 1930, cuando Estados Unidos todavía era un exportador neto de petróleo.

³⁷ S. Tiefenbrun, «U.S. Foreign Trade Zones of the United States, Free-Trade Zones of the World, and their Impact on the Economy», *Journal of International Business and Law*, vol. 12(2), 2013.

de las importaciones de ese sector. Las empresas ubicadas en zonas francas (así como en otras zonas económicas especiales) también se pueden beneficiar de controles de capital más laxos y de ventajas fiscales.

Gráfico A

Importaciones chinas y estadounidenses a través de zonas francas en 2018



Fuentes: US Census, Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

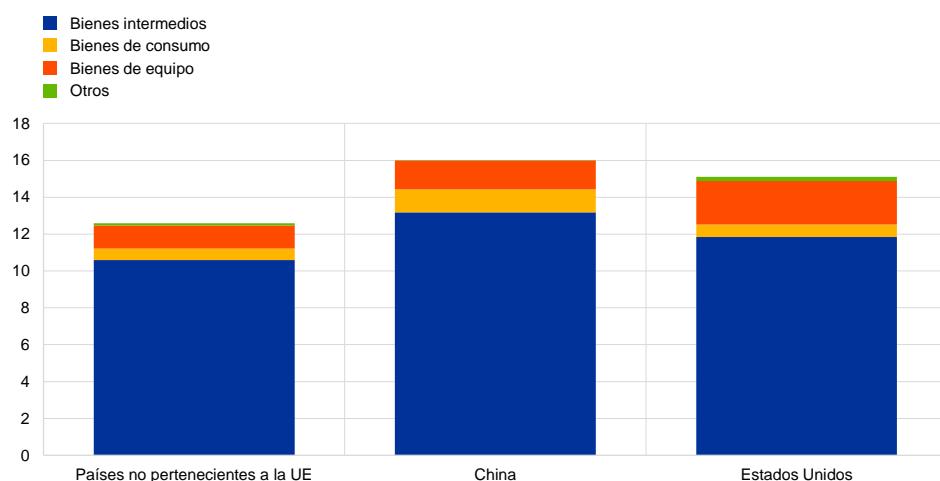
En la UE, las importaciones que transitan por las zonas francas no están exentas de aranceles, porque estas zonas se utilizan fundamentalmente para agilizar los procesos aduaneros, pero se logra un efecto similar a través de un régimen de suspensión de los derechos de importación³⁸. Este régimen, introducido en 2013, garantiza la igualdad de condiciones a las empresas que desarrollan su actividad en la UE con independencia de su localización geográfica. El porcentaje de importaciones de la zona del euro en régimen de suspensión es comparable al de las importaciones realizadas a través de zonas francas en otras regiones (el 12 % de las importaciones de la zona del euro se acogen a este régimen, mientras que el 17 % y el 14 % de las importaciones a China y a Estados Unidos, respectivamente, se canalizan a través de estas zonas). El régimen de suspensión de los derechos de importación afecta fundamentalmente a los bienes intermedios, lo que está en consonancia con la finalidad inicial de las zonas francas. Los bienes de equipo se benefician en menor medida, mientras que los bienes de consumo representan una parte insignificante de todas las importaciones de la zona del euro sujetas a este régimen (véase gráfico B). No obstante, como el objetivo último es respaldar la producción doméstica y el desarrollo de cadenas de valor regionales, solo se pueden acordar suspensiones arancelarias a productos no elaborados dentro de la UE; en particular, nunca han estado incluidos en la lista de suspensiones los automóviles ni sus componentes.

³⁸ La justificación de este enfoque es que la exención de los derechos de importación mediante el uso de zonas francas representaría una injusta ventaja competitiva para las empresas establecidas en estas zonas frente a las ubicadas en otros lugares de la UE.

Gráfico B

Importaciones de la zona del euro en régimen de suspensión de los derechos de importación en 2018

(porcentaje de las importaciones totales por tipo de producto)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La lista de suspensiones se revisa dos veces al año, y las suspensiones de derechos arancelarios pueden concederse por un máximo de cinco años.

Las zonas francas pueden mitigar el impacto de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, en función de la magnitud relativa de los aranceles impuestos a los bienes intermedios frente a los aplicados a los bienes finales³⁹.

Subir los aranceles de los bienes intermedios en relación con los de los bienes finales aumenta el incentivo para importar a través de las zonas francas en Estados Unidos con el fin de aprovechar las exenciones de los derechos de importación. En la actual guerra comercial entre China y Estados Unidos, alrededor del 90 % de los bienes intermedios chinos se vieron afectados por el aumento de los aranceles estadounidenses⁴⁰. Las medidas proteccionistas elevaron el tipo arancelario bilateral en 14,2 puntos porcentuales y el incremento del tipo medio aplicado por Estados Unidos a los bienes intermedios procedentes de China es dos veces superior a la subida arancelaria impuesta a los bienes de consumo (6 puntos porcentuales frente a 3 puntos porcentuales). Así pues, este conflicto ha hecho que la inversión arancelaria sea más pronunciada y que los incentivos para importar a través de zonas francas aumenten aún más. El recurso a las zonas francas puede haber reducido el tipo arancelario bilateral efectivo entre Estados Unidos y China en hasta 0,7 puntos porcentuales. Suponiendo que todas las importaciones de bienes intermedios chinos se desvían a través de zonas francas en Estados Unidos, el tipo arancelario efectivo

³⁹ J. M. Siroën y A. Yücer, «Trade Performance of Free Trade Zones», *Document de travail /Working paper*, n.º DT/2014-09, Université Paris-Dauphine, 2014.

⁴⁰ Las medidas proteccionistas adoptadas contra las importaciones chinas incrementaron los tipos arancelarios bilaterales efectivos en 16,3 puntos porcentuales. Sin embargo, tras el anuncio, en diciembre de 2019, de un acuerdo parcial (que entrará en vigor en febrero de 2020) y la posterior relajación de las tensiones, estos tipos subieron 14,2 puntos porcentuales.

bilateral entre Estados Unidos y China podría registrar un descenso de hasta 4,5 puntos porcentuales⁴¹.

⁴¹ El valor de los insumos importados a través de zonas francas para su producción en Estados Unidos ascendió a 130 mm de dólares estadounidenses en 2018. Suponiendo que el porcentaje de bienes intermedios chinos que se incorporan a la producción en las zonas francas de Estados Unidos es igual al de las importaciones de bienes intermedios chinos sobre el total de bienes intermedios importados por Estados Unidos, el efecto mitigador de las zonas francas podría cifrarse hasta en 0,7 puntos porcentuales. Además, si se supone que todos los bienes intermedios importados procedentes de China (por valor de 149 mm de dólares en 2017) se redirigen a través de las zonas francas, el impacto sobre el tipo bilateral efectivo podría reducirse en una tercera parte, lo que, por ejemplo, se traduciría en una subida de 9,8 puntos porcentuales, en lugar de una de 14,2 puntos porcentuales. Dada la limitación de datos existentes sobre la composición del comercio de las zonas francas en Estados Unidos, el porcentaje de importaciones de bienes intermedios chinos que se incorporan al proceso de producción en esas zonas se basa en suposiciones. También se asume que todos los insumos foráneos que entran en las zonas francas para la producción se canalizan hacia el mercado interno estadounidense para consumo final (es decir, no se reexportan). Además, se supone que la totalidad de los bienes intermedios importados de China se ven afectados por una subida arancelaria de 25 puntos porcentuales, mientras que los aranceles impuestos a los bienes de consumo solo aumentan 7,5 puntos porcentuales. Estos supuestos son razonables, ya que del total de bienes intermedios chinos importados por Estados Unidos, un 83 % se ha visto afectado por un incremento del tipo arancelario de 25 puntos porcentuales. Al mismo tiempo, casi el 70 % del total de los bienes de consumo chinos importados por Estados Unidos ha sido objeto de una subida arancelaria igual o inferior a 7,5 puntos porcentuales.

4

La integración de los países de Europa Central y Oriental de la UE no pertenecientes a la zona del euro en las cadenas globales de valor, evolución de las exportaciones y sincronización de los ciclos económicos con la zona del euro

Francesco Chiacchio y Andrejs Semjonovs

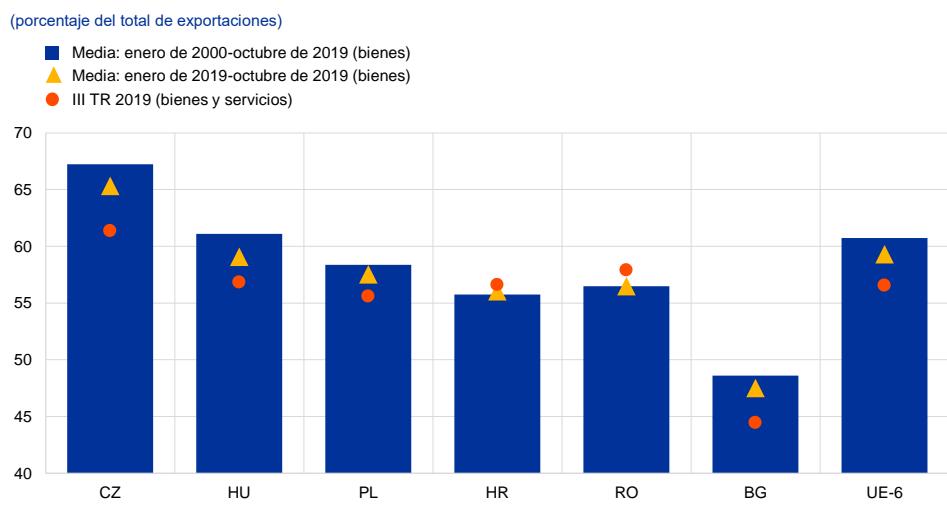
En este recuadro se examina la evolución de los seis países de Europa Central y Oriental de la UE no pertenecientes a la zona del euro (Bulgaria, República Checa, Croacia, Hungría, Polonia y Rumanía) en lo que respecta a su integración comercial y sincronización económica con la zona del euro, y se analiza la exposición potencial de sus dinámicas exportadoras a unas condiciones externas cambiantes. En el contexto de rápida globalización económica y creciente integración comercial de las últimas décadas, las empresas han segmentado sus procesos de producción y han diversificado el aprovisionamiento de insumos entre distintos países. Este ha sido particularmente el caso de los seis países aquí analizados, que se han ido integrando cada vez más en cadenas de valor transfronterizas, tanto globales como regionales. Más concretamente, el acceso al mercado único ha supuesto la eliminación de barreras comerciales, menores costes de transporte y la introducción de normas armonizadas a nivel de la UE, que han proporcionado un impulso decisivo para que las empresas fragmenten su actividades de producción y ensamblaje, con el fin de beneficiarse de las mejores condiciones de producción locales.

Las seis economías mantienen fuertes vínculos comerciales y están bien integradas con la zona del euro y con los demás países de la UE. Durante los últimos veinte años, la zona del euro ha sido el destino de más del 55 % del total de las exportaciones de los seis países (véase gráfico A). En 2014, aproximadamente el 45 % de sus exportaciones brutas a la zona del euro estuvieron relacionadas con cadenas globales de valor (CGV), es decir, o contenían valor añadido extranjero o incorporaban valor añadido nacional a las exportaciones de otros países. Por otra parte, en promedio, los seis están posicionados en las fases finales (*downstream*)⁴² de las cadenas de valor de la zona del euro (véase gráfico B), lo que sugiere que, en general, esta región está especializada en funciones de procesamiento y ensamblaje y que, en consecuencia, su actividad exportadora global se caracteriza por presentar un contenido de valor añadido nacional relativamente bajo y un uso más intenso de bienes intermedios importados.

⁴² La posición en las cadenas globales de valor refleja la proporción relativa de dos componentes de las exportaciones brutas: i) el valor añadido nacional incorporado en las exportaciones de otros países (participación en las fases iniciales [*upstream*] de las CGV), y ii) el valor añadido extranjero en sus exportaciones (participación en las fases finales [*downstream*] de las CGV). Un país se sitúa *downstream* en la cadena de valor cuando los insumos importados (en términos de valor añadido) en la producción de sus exportaciones superan a los insumos que aporta a la producción de las exportaciones de otras economías. Véase también Z. Wang, S. J. Wei y K. Zhu, «Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels», *NBER Working Paper*, n.º 19677, noviembre de 2013.

Gráfico A

Peso de las exportaciones de los seis países a la zona del euro



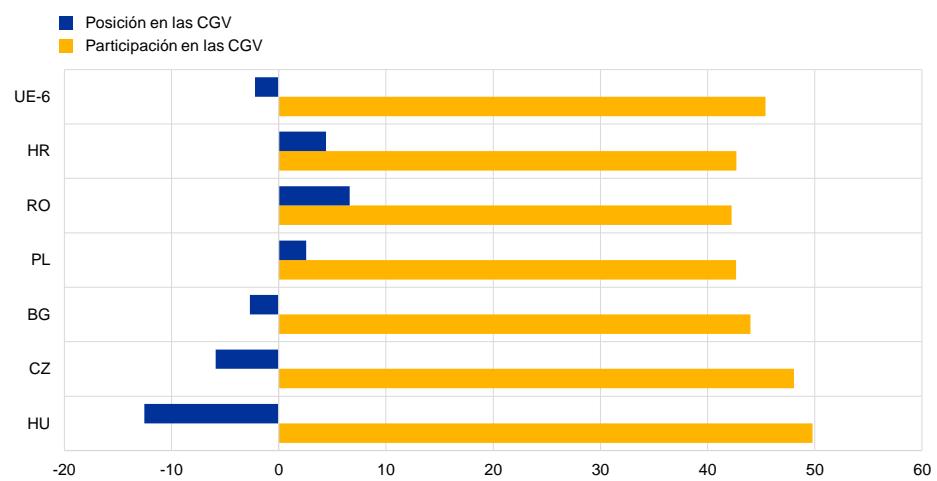
Fuente: Eurostat.

Notas: «UE-6» se refiere al agregado de los seis países examinados. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2019 (datos de exportaciones de bienes) y al tercer trimestre de 2019 (datos de exportaciones de bienes y servicios).

Gráfico B

Participación y posición en las CGV de las exportaciones de los seis países a la zona del euro en 2014

(posición: índice; participación: porcentajes del total de las exportaciones brutas)



Fuentes: Eurostat, tablas *input-output* globales (2016), Wang *et al.* (2013) y cálculos del BCE.

Notas: «UE-6» se refiere al agregado de los seis países examinados. El índice de posición en las CGV se define como $100 * (\ln(1+sDV) - \ln(1+sFV))$, donde sDV es el peso del valor añadido nacional en el total de las exportaciones brutas y sFV es el peso del valor añadido extranjero en el total de las exportaciones brutas. En el caso meramente hipotético de que el peso del valor añadido nacional (extranjero) sea el 100 %, el valor máximo (mínimo) del índice de posición sería 69 (-69). Cuanto mayor sea el peso del valor añadido extranjero, más bajo será el índice de posición en las CGV; un valor negativo indica una posición *downstream* (como es el caso del agregado UE-6) y un valor positivo una posición *upstream* (como es el caso de Croacia, Rumanía y Polonia). Los datos sobre posición y participación en las CGV solo están disponibles hasta 2014 y puede que no reflejen la posición y la participación actuales en dichas cadenas.

La apertura de estos seis países a los mercados internacionales ha aumentado de forma gradual, mientras que su comercio a través de las CGV, que implica en buena medida a sus socios de la zona del euro, ha crecido a mayor ritmo que el promedio de la zona. El alto grado de apertura de estas seis economías, que les ha permitido aprovechar sus estructuras de producción nacionales y obtener amplios

beneficios de la integración, también las ha dejado más expuestas a la evolución cíclica y a perturbaciones en sectores específicos. En particular, los vínculos más estrechos con otras economías europeas y con el resto del mundo han generado un aumento de las elasticidades del comercio y un mayor nivel de especialización en sectores concretos⁴³. Por otra parte, el comercio a través de las cadenas de valor se centra principalmente en bienes duraderos, que, como se sabe, son más sensibles a la evolución cíclica⁴⁴.

En la actualidad, las seis economías están integradas en las redes de producción europeas, y las exportaciones netas son un factor clave de sincronización de los ciclos económicos con la zona del euro. Un comercio más intenso, especialmente de bienes intermedios, puede contribuir a la sincronización de los ciclos económicos, por ejemplo si se plasma en una mayor variedad de productos comerciados⁴⁵. Un grado elevado de participación en las cadenas de producción regionales de la zona del euro parece ser un importante catalizador de la sincronización de los ciclos económicos con dicha zona. Como se observa en el gráfico C, en promedio para los seis países examinados, en el período 2000-2014, una mayor participación en las CGV de las exportaciones a la zona del euro (eje de ordenadas) se asocia a unos coeficientes de correlación más elevados (eje de abscisas) con el producto (puntos de color rojo) y con las exportaciones (puntos de color azul) de la zona. Históricamente, la sincronización ha sido muy alta, en particular en Hungría y en la República Checa.

⁴³ Véase M. Draghi, «[Welcome remarks](#)», discurso de apertura de la 8^a conferencia del BCE sobre los países de Europa Central, Oriental y Sudoriental, Fráncfort del Meno, 12 de junio de 2019.

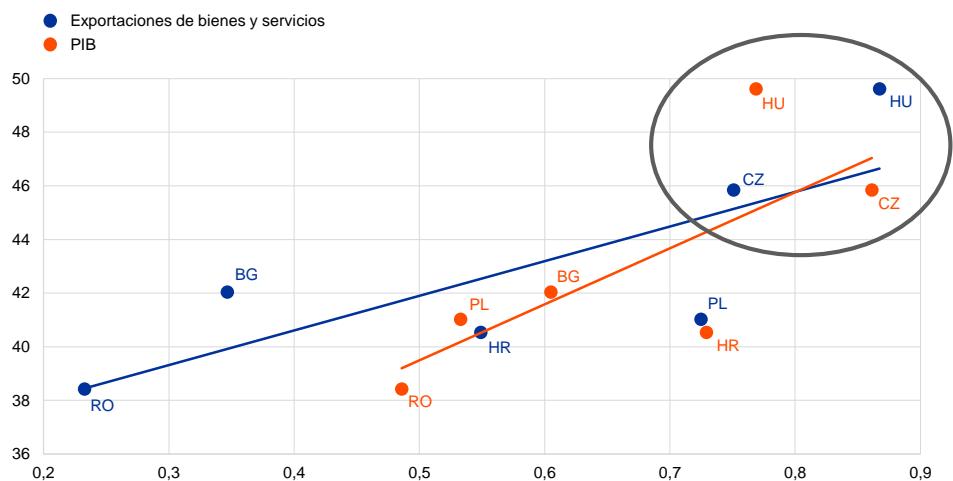
⁴⁴ Véase V. Gunnella, M. Fidora y M. Schmitz, «[The impact of global value chains on the macroeconomic analysis of the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2017.

⁴⁵ Véanse, por ejemplo, R. Duval, N. Li, R. Saraf y D. Seneviratne, «Value-added trade and business cycle synchronization», *Journal of International Economics*, vol. 99, 2016, pp. 251-262, y W. Liao y A. M. Santacreu, «The trade comovement puzzle and the margins of international trade», *Journal of International Economics*, vol. 96(2), 2015, pp. 266-288.

Gráfico C

Integración comercial y sincronización de los ciclos económicos de los seis países con la zona del euro

(eje de ordenadas: peso del total de las exportaciones brutas a la zona del euro relacionadas con CGV, en porcentajes; eje de abscisas: sincronización con el crecimiento del PIB y de las exportaciones de la zona del euro, coeficiente de correlación; 2000-2014)



Fuentes: Eurostat, tablas *input-output* globales (2016), Wang *et al.* (2013) y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la relación entre el peso medio de las exportaciones a la zona del euro relacionadas con las CGV y las correlaciones con el crecimiento anual de las exportaciones de bienes y servicios o del PIB durante el período 2000-2014. Por ejemplo, casi el 50 % de las exportaciones brutas de Hungría a la zona del euro estuvieron asociadas a CGV (eje de ordenadas). Al mismo tiempo, el crecimiento del PIB y las exportaciones de este país presentó un alto grado de correlación con el avance del PIB y de las exportaciones de la zona del euro (eje de abscisas, coeficientes de correlación próximos al valor máximo de 1). Una pendiente positiva de las líneas de color rojo/azul sugiere que, en promedio para las seis economías, un mayor peso de las exportaciones a la zona del euro relacionadas con CGV se asocia a una mayor correlación con el crecimiento del PIB/exportaciones de dicha zona. El período de la muestra se limita a 2000-2014 por la falta de disponibilidad de datos sobre las CGV después de 2014.

Sin embargo, en los últimos años, los ciclos económicos de los seis países se han disociado ligeramente de la actividad económica de la zona del euro (véase gráfico D).

Esta disociación puede ser atribuible a factores locales, como la fortaleza de la demanda interna, sustentada por el acusado crecimiento de los salarios y por el aumento de la renta disponible (como ha sido el caso en las seis economías). Además, es previsible que estas economías crezcan a un ritmo superior al de la zona del euro como consecuencia del proceso de convergencia.

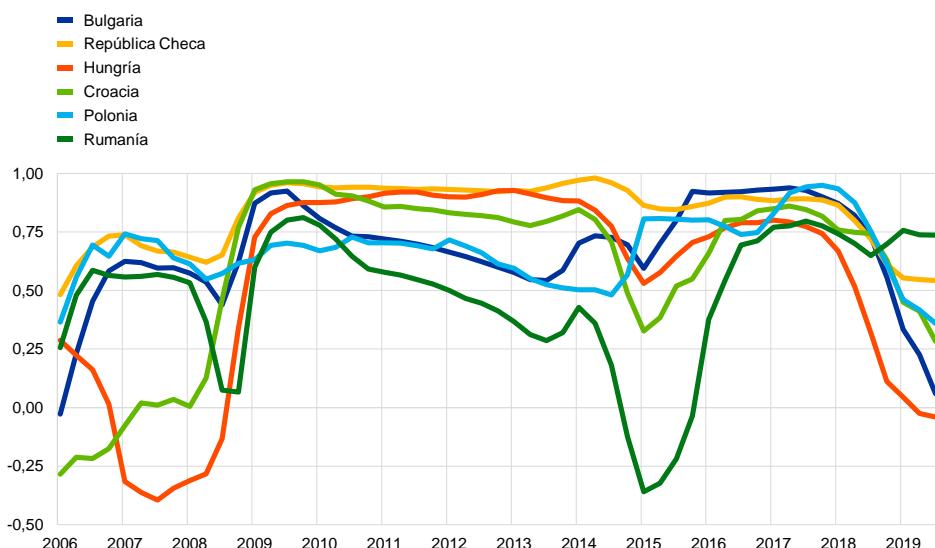
Esta diferencia tendencial sugiere que, en general, es posible que la evolución de la actividad de la zona del euro no se refleje con exactitud en la de los seis países. Por último, los prolongados efectos de anteriores flujos de inversión extranjera directa en la industria y la continuada relocalización de la producción desde plantas en otras economías de la UE hacia estos seis países también podrían explicar, en cierta medida, una ampliación de las diferencias a corto plazo, como señaló el Magyar Nemzeti Bank en sus informes de inflación de septiembre y diciembre para el caso de Hungría⁴⁶.

⁴⁶ Al mismo tiempo, el Magyar Nemzeti Bank esperaba que la desaceleración del sector del automóvil en Alemania tenga un impacto negativo sobre la economía húngara a medio plazo a través del canal de la economía real (véase *Inflation Report*, Magyar Nemzeti Bank, septiembre de 2019).

Gráfico D

Sincronización de los ciclos económicos de las seis economías con la actividad de la zona del euro

(correlaciones en una ventana móvil de cinco años entre las tasas de crecimiento anual del PIB en las seis economías y en la zona del euro en su conjunto)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico refleja el grado de sincronización de la actividad económica entre las seis economías y la zona del euro. Por ejemplo, en la República Checa, el crecimiento del PIB mostró un alto grado de correlación con el de la zona del euro en el período 2008-2018 (como indican los coeficientes de correlación próximos al valor máximo de 1), aunque el grado de correlación ha disminuido más recientemente. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2019.

La naturaleza y el uso final de las exportaciones desempeñan un papel destacado a la hora de explicar la correlación entre las exportaciones de la zona del euro y los seis países. Por ejemplo, el crecimiento más débil de las exportaciones observado recientemente en Rumanía puede atribuirse, en gran parte, al sector del automóvil, que representa alrededor de una tercera parte de las exportaciones de bienes a Alemania. En particular, el subsector de componentes, piezas y accesorios para automóviles —muy integrado en las cadenas de producción transfronterizas y que depende de la demanda externa de otros países— fue uno de los que más contribuyó a la desaceleración. En cambio, gran parte de las exportaciones búlgaras a Alemania no se reexportan, sino que se destinan al consumo final. Como la ralentización de Alemania tiene su origen principalmente en sectores industriales orientados a la exportación, su efecto sobre las exportaciones de Bulgaria es más limitado.

Por ahora, la moderación que se observa en las manufacturas, incluido el sector del automóvil en Alemania, y la intensificación de las tensiones comerciales solo se han dejado sentir parcialmente en las seis economías.

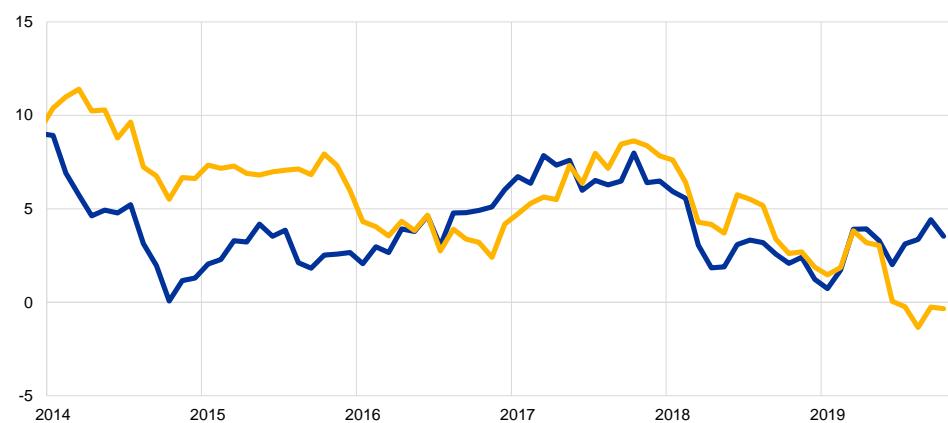
Los efectos de contagio negativos se han visto suavizados por factores como unas condiciones internas favorables, la composición por productos de las exportaciones y la resistencia de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro (véase gráfico E). Habida cuenta del elevado grado de apertura comercial y de los estrechos lazos económicos de estas economías con la zona del euro, el efecto global aún podría ser significativo a medio plazo, en particular para las exportaciones.

Gráfico E

Exportaciones de bienes agregadas para las seis economías

(tasas de crecimiento anual; medias móviles de tres meses)

- Exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro
- Exportaciones a la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a octubre de 2019.

La aplicación de reformas que promuevan una senda de crecimiento más equilibrado reduciría los posibles factores de vulnerabilidad ante cambios en las condiciones externas. Un aumento de la acumulación de capital y de la dependencia de la innovación interna contribuirá a consolidar los beneficios de la integración y a garantizar una senda de convergencia sostenida a largo plazo⁴⁷. En consecuencia, unas instituciones nacionales y unos mecanismos de gobernanza de alta calidad son esenciales para lograr un éxito económico duradero; y unas políticas estructurales que impulsen, por ejemplo, la inversión en capital humano y el fortalecimiento de las iniciativas para luchar contra la corrupción supondrán un paso en esa dirección⁴⁸.

⁴⁷ Véase M. Draghi, «[Welcome remarks](#)», *op. cit.*

⁴⁸ Véase C. Lagarde, «[Strengthening the Economic Engine: Prosperity and Resilience of CESEE Economies in a Changing Trade Landscape](#)», discurso pronunciado en la 8^a conferencia del BCE sobre los países de Europa Central, Oriental y Sudoriental, Fráncfort del Meno, 12 de junio de 2019.

5

Liquidez del mercado de renta fija y eficiencia del mercado de swaps: ¿qué papel juega el mercado de repos?

Jan Philipp Fritzsche, Michael Grill y Claudia Lambert

En este recuadro se analiza cómo afectan los mercados de repos a los mercados de renta fija y de swaps, contribuyendo así al debate sobre el papel de los mercados de repos en el conjunto del sistema financiero. En una cesión temporal, o «repo», se venden valores con un pacto de recompra en una fecha posterior. En general, los participantes en los mercados recurren a los *repos* para obtener financiación utilizando bonos como garantía. De forma inversa: también pueden emplearse *repos* para obtener valores específicos usando efectivo como garantía. Los mercados de *repos* son fundamentales para facilitar el flujo de efectivo y de valores en todo el sistema financiero, proporcionando así liquidez a otros mercados⁴⁹. El buen funcionamiento del mercado de *repos* respalda la aplicación de la política monetaria, ya que propaga las decisiones relativas a los tipos de interés a través del sistema financiero. Asimismo, las turbulencias en el mercado de *repos* pueden extenderse a otros mercados y amplificar las tensiones en los mercados financieros. Este recuadro se centra en los efectos de las perturbaciones en los mercados de *repos* sobre los mercados de renta fija y el mercado de *swaps* de tipos de interés. Dada la relevancia de estos mercados en el sistema financiero, su correcto funcionamiento y la posibilidad de que se vean afectados por las turbulencias en los mercados de *repos* son aspectos importantes desde la perspectiva tanto de la estabilidad financiera como de la política monetaria⁵⁰.

El análisis proporciona evidencia empírica de que la liquidez del mercado de repos es un determinante significativo de la liquidez del mercado de renta fija y de las oportunidades de arbitraje en los mercados de swaps. La liquidez del mercado de *repos* es fundamental para respaldar la liquidez de los bonos que se utilizan como garantía en las operaciones *repo*. Este importante vínculo entre la liquidez de la financiación y la de los mercados se ha debatido desde la aportación inicial de Brunnermeier y Pedersen⁵¹. Los mercados de *repos* también juegan un

⁴⁹ Véase «[Repo market functioning](#)», CGFS Papers, n.º 59, Committee on the Global Financial System, 2017.

⁵⁰ La liquidez del mercado de renta fija es fundamental para la ejecución de la política monetaria y para la estabilidad del sistema financiero. Es esencial vigilar las condiciones de liquidez de los mercados de renta fija, así como los factores que determinan cómo se ven afectadas por las tensiones en los mercados. Véase «[Fixed income market liquidity](#)», CGFS Papers, n.º 55, Committee on the Global Financial System, 2016. Los *swaps* representan el mercado de derivados más grande en términos de valor nocional de las operaciones vivas y desempeñan un papel importante, en particular para la cobertura del riesgo de tipo de interés. Véase, por ejemplo, S. Fontana, Holz auf der Heide, L. Pellizon y M. Scheicher, «The anatomy of the euro area interest rate swap market», *Working Paper Series*, n.º 2242, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2019, para un análisis de la importancia de este mercado.

⁵¹ Véanse M. K. Brunnermeier y L. H. Pedersen, «[Market Liquidity and Funding Liquidity](#)», *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n.º 6, 2009, pp. 2201-2238, uno de los primeros trabajos, e Y. Huh y S. Infante, «[Bond Market Intermediation and the Role of Repo](#)», *Finance and Economics Discussion Series*, 2017-003, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Washington, 2017, para un vínculo más explícito entre los mercados de *repos* y el diferencial entre el precio de compra y el precio de venta de los bonos.

papel destacado en la fijación del precio y la cobertura de los *swaps* de tipos de interés⁵².

En el recuadro se investigan los efectos de una reducción repentina de la liquidez en el mercado de repos al final de un trimestre sobre la liquidez de los mercados de renta fija y el arbitraje en los mercados de swaps. La liquidez de los mercados de *repos* generalmente cae al final de los trimestres o del año. Este fenómeno se debe fundamentalmente al efecto «escaparate» (*window-dressing*), que significa que las entidades de crédito realizan ajustes en sus balances para mejorar determinadas métricas regulatorias que tienen que comunicar y divulgar en esos días⁵³. Dado que los *repos* suelen tener un plazo de vencimiento muy corto (entre uno y cinco días), los bancos los utilizan a menudo para ajustar rápidamente su balance y reducir el apalancamiento al final de los trimestres o del año, lo que afecta a los mercados de *repos* al caer el volumen de operaciones⁵⁴.

Los resultados del primer ejercicio muestran que la liquidez de los mercados de renta fija (medida por los diferenciales entre los precios de compra y los de venta) disminuye de forma significativa cuando la liquidez de los mercados de repos se reduce repentinamente. El diferencial entre el precio de compra y el de venta (*bid-ask spread*) es la diferencia entre el precio cotizado de demanda y el precio cotizado de oferta de un valor. Es una medida de los costes de transacción y tiende a disminuir cuando un valor es más líquido. El gráfico A muestra que durante los últimos días de negociación de 2018 (cuando la liquidez de los mercados de *repos* cayó significativamente), el *bid-ask spread* aumentó considerablemente en el caso de los bonos que se utilizan con mucha frecuencia como garantía en los mercados de *repos* y que, por tanto, se considera que suelen beneficiarse de la liquidez de financiación en el mercado de *repos* (representados por el «grupo de tratamiento»). Los bonos que no suelen usarse como garantía y que, por tanto, no se benefician de la liquidez del mercado de *repos* (el «grupo de control») no se vieron afectados y su diferencial se mantuvo en el mismo nivel⁵⁵. Estos resultados se confirmaron utilizando un modelo estimado que mide la diferencia

⁵² Véase, por ejemplo, «[What is the role of repo in the financial markets](#)», International Capital Market Association, 2019.

⁵³ Por ejemplo, la comunicación y divulgación de la ratio de apalancamiento de Basilea III al final de cada trimestre y los cálculos de las puntuaciones de las entidades de crédito en el marco de los bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB) al final del año se basan en la situación de los balances en un día concreto. Esto proporciona incentivos para reducir los balances en torno a esas fechas. Véanse Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, «[Statement on leverage ratio window-dressing behaviour](#)», octubre de 2018, y M. Behn, G. Mangiante, L. Parisi y M. Wedow, «[Behind the scenes of the beauty contest: window dressing and the G-SIB framework](#)», Working Paper Series, n.º 2298, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2019.

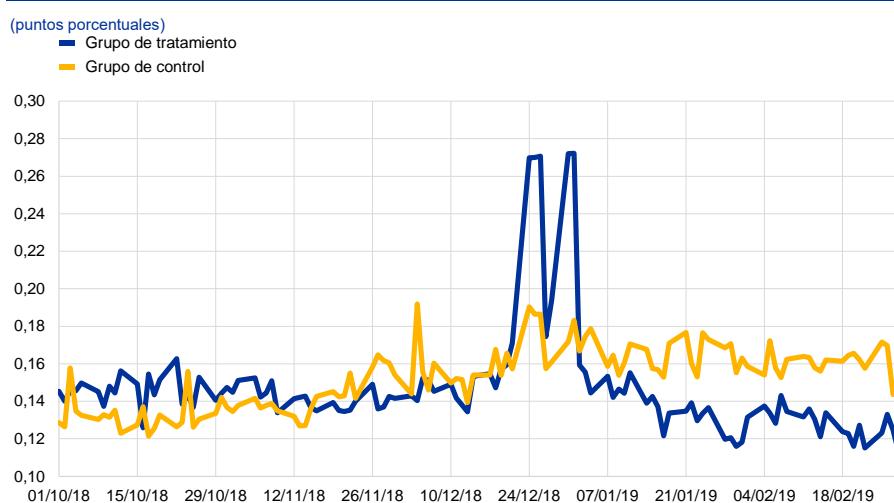
⁵⁴ Véase, por ejemplo, M. Grill, J. Jakovicka, C. Lambert, P. Nicoloso, L. Steininger y M. Wedow, «[Recent developments in euro area repo markets, regulatory reforms and their impact on repo market functioning](#)», Financial Stability Review, BCE, Fráncfort del Meno, noviembre de 2017.

⁵⁵ Los grupos de tratamiento y de control se identifican utilizando datos de *repos* operación a operación para los 50 bancos más grandes de la zona del euro obtenidos de la información estadística sobre los mercados monetarios (MMSR) del BCE. En cada trimestre, los 500 bonos utilizados con mayor frecuencia como garantía en el mercado de *repos* se identifican como grupo de tratamiento. Para este conjunto de bonos, el mercado de *repos* puede considerarse un proveedor importante de liquidez de financiación. El grupo de control está formado por los bonos que se usan con tan poca frecuencia como garantía que no se benefician de la liquidez de la propia negociación del mercado de *repos*. El conjunto de datos contiene operaciones con garantía general y especial. Se consideran todas las operaciones en las que se declara un número internacional de identificación de valores (código ISIN) para la garantía (la gran mayoría).

entre el aumento del *bid-ask spread* para el grupo de tratamiento y su incremento para el grupo de control⁵⁶. El cuadro A muestra los resultados de la regresión para los cinco trimestres considerados. El aumento del diferencial es significativamente más elevado para el grupo de tratamiento al final de todos los trimestres, y más aún al final del año⁵⁷.

Gráfico A

Diferencial entre el precio de compra y el de venta de los grupos de tratamiento y de control al final de 2018



Fuentes: BCE (conjunto de datos estadísticos sobre los mercados monetarios, MMSR) y Thomson Reuters.

Notas: El eje de ordenadas muestra el diferencial entre el precio de compra y el de venta. Se calcula para cada valor y después se obtiene la media para el grupo de tratamiento y el de control, respectivamente.

⁵⁶ Sobre la base de los grupos de tratamiento y de control definidos, se emplea una técnica de estimación de diferencias en diferencias condicionada por la propensión a cruzar operaciones. Aunque hay diferencias estructurales en la liquidez de los bonos de los dos grupos, estos factores estructurales son constantes en el tiempo y el método de diferencias en diferencias puede controlar los factores que no varían con el tiempo. El procedimiento de cruce de operaciones garantiza que los dos grupos de bonos sean similares antes del final de los trimestres y, por tanto, que los resultados no reflejen diferencias sistemáticas entre ellos. En particular, los bonos se cruzan sobre la base de características clave que determinan la liquidez, como la vida residual, la duración modificada, la rentabilidad, el valor de mercado y el diferencial con respecto a un valor público de referencia del bono. El modelo de diferencias en diferencias también incluye efectos fijos temporales y efectos fijos de los bonos.

⁵⁷ Estos resultados están en consonancia con B. Munyan, *Regulatory Arbitrage in Repo Markets*, *Office of Financial Research Working Paper Series*, n.º 15-22, 2015, donde se observan efectos similares sobre el diferencial entre el precio de compra y el precio de venta en los bonos de deuda pública estadounidenses.

Cuadro A

Efectos de una liquidez más baja en el mercado de *repos* sobre el *bid-ask spread*, por trimestre

(puntos básicos)

	IV TR 2017	I TR 2018	II TR 2018	III TR 2018	IV TR 2018
Variación relativa en el <i>bid-ask spread</i>	15,3***	16,2***	28,8***	-0,87	78,3***
R² ajustado	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01

Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El cuadro muestra el resultado de un tipo de regresión de diferencias en diferencias aplicado a los *bid-ask spreads*. El coeficiente estimado mide la diferencia entre el aumento del diferencial en el grupo de tratamiento y el incremento en el grupo de control. Los signos *** denotan significatividad estadística al 1 %.

El segundo ejercicio examina el impacto de una disminución de la liquidez en el mercado de *repos* sobre las oportunidades de arbitraje en los mercados de *swaps*. La figura A ilustra las interrelaciones de los mercados en una operación en la que se busca una estrategia de arbitraje para aprovechar un diferencial negativo de un *swap*⁵⁸. El participante en el mercado compra primero un bono en el mercado de renta fija, financiado con liquidez obtenida en el mercado de *repos*⁵⁹, y después contrata un *swap* y paga un tipo fijo. Si, por ejemplo, el bono tiene una rentabilidad del 1 %, el participante en el mercado puede contratar un *swap* con la obligación de pagar un tipo fijo del 0,9 % y ganar la diferencia de 0,1 puntos porcentuales⁶⁰ (como consecuencia de lo cual, el diferencial negativo del *swap* acabaría desapareciendo). No obstante, esta estrategia de arbitraje solo es económicamente viable si los participantes en los mercados pueden confiar en el buen funcionamiento de los mercados de *repos* y de bonos.

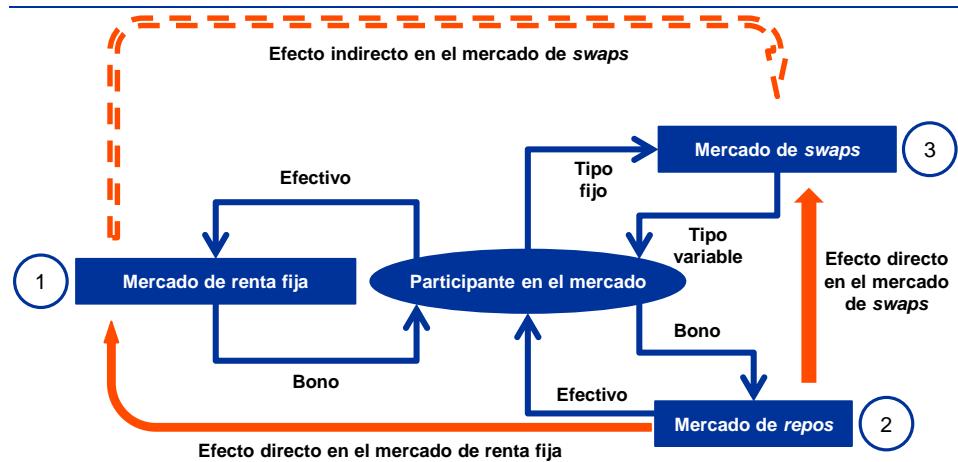
⁵⁸ El diferencial del *swap* se define como la diferencia entre el tipo fijo de un *swap* de tipos de interés y la rentabilidad del bono subyacente.

⁵⁹ El bono puede aportarse como garantía en una operación *repo*.

⁶⁰ Esto es sin considerar el riesgo de contraparte, el riesgo de *default*, los costes de cobertura y los costes de transacción.

Figura A

Ilustración de una operación de arbitraje para aprovechar los diferenciales negativos de los swaps⁶¹



Fuente: BCE.

Notas: El diagrama muestra un conjunto de operaciones de arbitraje en las que un participante en el mercado compra primero un bono en el mercado de renta fija y después financia la operación en el mercado de repos. Después contrata un swap, paga un tipo fijo y recibe un tipo variable.

La teoría predice que las fricciones en los mercados de repos darán lugar a una disminución del diferencial de los swaps. Estudios recientes estiman que una reducción repentina de la liquidez del mercado de repos al final de un trimestre merma las oportunidades de arbitraje en los mercados de swaps⁶².

Los operadores de swaps pueden verse afectados por el mercado de repos directa e indirectamente. Pueden verse afectados directamente cuando utilizan el mercado de repos para financiar una operación de bonos, e indirectamente cuando la liquidez del mercado de bonos cambia al variar la liquidez del mercado de repos. A continuación, el efecto en el mercado de swaps a través del mercado de renta fija se denomina el «efecto indirecto», y los efectos del mercado de repos en el mercado de renta fija se llaman el «efecto directo».

El análisis empírico muestra que los diferenciales de los swaps disminuyen significativamente, aun cuando ya sean negativos, cuando se reduce la liquidez de los mercados de repos y de renta fija. Un modelo estimado pone de manifiesto que el diferencial de los swaps del grupo de tratamiento disminuye hasta 13 puntos básicos en comparación con el grupo de control, a través del efecto directo (véase cuadro B). Cabe destacar que el efecto indirecto es más pronunciado

⁶¹ Puede verse un diagrama más detallado en N. Boyarchenko, P. Gupta, N. Steele y J. Yen, «Negative Swap Spreads», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol. 24, n.º 2, octubre de 2018.

⁶² El modelo presentado en U. Jermann, *Negative Swap Spreads and Limited Arbitrage*, *The Review of Financial Studies*, vol. 33, n.º 1, 2020, que incorpora fricciones para la tenencia de bonos y la financiación mediante repos, estima que una disminución de la liquidez en los mercados de repos al final de los trimestres reduce las oportunidades de arbitraje en los mercados de swaps de tipos de interés y permite que el diferencial de los swaps disminuya, pasando incluso a terreno negativo (véanse también las referencias en dicho artículo). Del mismo modo, N. Boyarchenko *et al.*, *op. cit.*, examina en detalle cuánto tendrían que reducirse los diferenciales de los swaps para que sea rentable una operación de swap de bonos incluso con diferenciales negativos de los swaps.

al final de algunos trimestres. Ello muestra que un descenso de la liquidez en el mercado de *repos* o de renta fija reduce la eficiencia de los mercados de *swaps*.

Cuadro B

Efectos directos e indirectos de los déficits de liquidez en el mercado de *repos* sobre el diferencial de los *swaps*, por trimestre

(puntos básicos)	IV TR 2017	I TR 2018	II TR 2018	III TR 2018	IV TR 2018
Efecto directo	-0,954**	-9,294***	1,864*	2,500***	-12,79***
Efecto indirecto	0,0690	-13,36**	-8,525**	-17,35***	-28,30***
R² ajustado	0,26	0,25	0,19	0,14	0,12

Fuente: Cálculos de BCE.

Notas: El cuadro muestra el resultado de un tipo de regresión de diferencias en diferencias aplicado a los diferenciales de los *swaps*. El efecto directo mide el efecto de los déficits de liquidez en el mercado de *repos* sobre el diferencial de los *swaps*, sin tener en cuenta la reacción del mercado de renta fija. El efecto indirecto mide la reacción de los diferenciales de los *swaps* del grupo de tratamiento a los *bid-ask spreads* del mercado de renta fija cuando la liquidez del mercado de *repos* disminuye. Los coeficientes implican que los diferenciales de los *swaps* descienden particularmente cuando es difícil obtener el bono en el mercado de renta fija y financiarlo en el mercado de *repos*.

Controles: la vida residual, la duración modificada, el valor de mercado y el diferencial con respecto a un valor público de referencia del bono. La regresión también incluye efectos fijos temporales y efectos fijos de los bonos.

Los signos *, ** y *** denotan significatividad estadística al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.

En resumen, el análisis presenta evidencia de los vínculos entre los mercados de *repos* y los mercados de renta fija y de *swaps*. Muestra que las perturbaciones en los mercados de *repos* pueden propagarse a otros mercados, incrementando la volatilidad de los diferenciales entre los precios de compra y los de venta en los mercados de renta fija y limitando la posibilidad de arbitraje en los mercados de *swaps*. Así pues, desde la perspectiva de la estabilidad financiera, un objetivo importante de las autoridades monetarias es garantizar la resistencia y sostenibilidad de los mercados de *repos* con el fin de limitar la posibilidad de perturbaciones repentinas y la amplificación de las tensiones en mercados fundamentales como los de renta fija y de *swaps*. La posibilidad de que las turbulencias en los mercados de *repos* se extiendan a otros mercados también es importante desde la perspectiva de la política monetaria, dado que la volatilidad de los tipos de interés puede afectar negativamente al mecanismo de transmisión. Por último, los resultados refuerzan la necesidad de aplicar las recientes recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, destinadas a reducir los incentivos de recurrir al efecto «escaparate» utilizando medias trimestrales para la comunicación y la divulgación de la ratio de apalancamiento⁶³.

⁶³ Véase «[Revisions to leverage ratio disclosure requirements](#)», Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, junio de 2019.

6

Las encuestas sobre perspectivas empresariales como indicadores de la inversión real de las empresas de la zona del euro

Eduardo Maqui

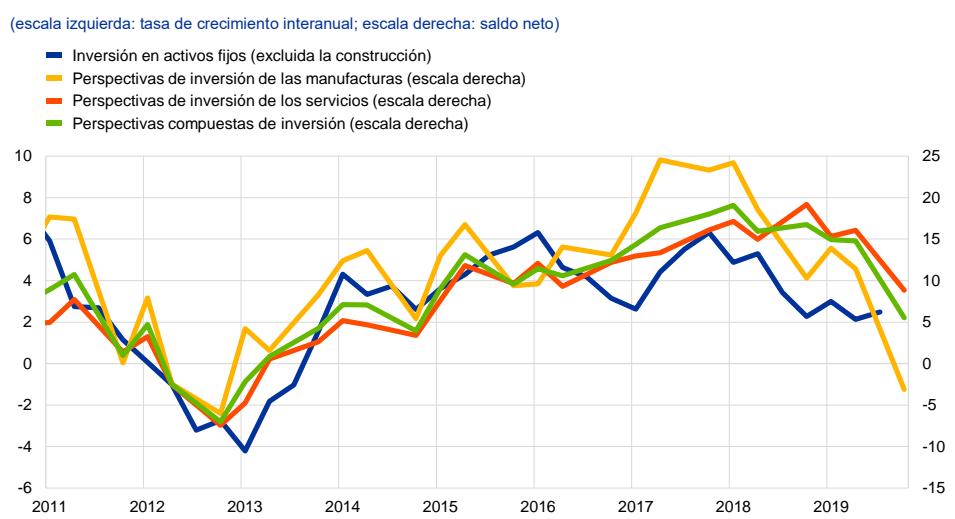
Los indicadores de las encuestas sobre inversión pueden ser de utilidad para analizar la evolución de la inversión empresarial en la zona del euro. IHS Markit realiza la encuesta Global Business Outlook Survey sobre las condiciones empresariales futuras tres veces al año, con datos que se recopilan en febrero, junio y octubre, por lo que proporciona información más puntual que otras encuestas sobre inversión. Como indica IHS Markit, los cuestionarios se envían a una muestra representativa de empresas de los sectores de manufacturas y servicios seleccionadas cuidadosamente de manera que reflejen la estructura económica de cada país en términos de contribución sectorial al PIB, distribución regional y tamaño de las empresas. Además, su metodología armonizada permite comparar directamente las expectativas de las empresas en los distintos países de la zona del euro, lo que resulta muy útil para realizar un seguimiento de la evolución de la inversión empresarial y para la evaluación de políticas.

Las perspectivas de inversión del sector manufacturero han empeorado desde mediados de 2018, lo que indica una moderación de la inversión empresarial en un contexto de mayor incertidumbre global y de dificultades en sectores concretos (véase gráfico A). En los últimos años, los indicadores han mostrado divergencias sectoriales en las perspectivas de inversión empresarial, y la acusada tendencia a la baja observada en las manufacturas ha ido acompañada de una caída más tardía y contenida de las perspectivas de inversión de los servicios. Como se señala en el informe y en la encuesta sobre inversión más recientes del Banco Europeo de Inversiones (BEI), la creciente incertidumbre relacionada con acontecimientos geopolíticos, como el Brexit y la nueva escalada de las tensiones comerciales, ha incidido negativamente en la inversión⁶⁴. El informe indica asimismo que el entorno político y regulatorio también parece estar afectando a las perspectivas de inversión. Además, se espera que la inversión empresarial sea moderada, debido a la persistente incertidumbre asociada a dificultades en sectores concretos, como el de la automoción.

⁶⁴ Véanse el informe [EIB Investment Report 2019/2020: accelerating Europe's transformation](#) y la encuesta [2019 EIB Investment Survey](#).

Gráfico A

Perspectivas de inversión por sectores e inversión empresarial real de la zona del euro



Fuentes: IHS Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La inversión en activos fijos (excluida la construcción) se refiere al agregado de los cuatro países de mayor tamaño de la zona del euro (Alemania, España, Francia e Italia), que históricamente representan, en promedio, en torno al 75 % de la inversión empresarial total de los 19 países que integran la zona. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2019 para la inversión empresarial real en activos fijos (excluida la construcción) y a octubre de 2019 para las series de perspectivas de inversión empresarial. El saldo neto del indicador de perspectivas de inversión empresarial se calcula restando el porcentaje de empresas encuestadas que esperan un deterioro, durante los doce meses siguientes al porcentaje que espera una mejora. Los valores de los saldos netos oscilan entre –100 y 100. En consecuencia, los valores por encima de 0 indican unas perspectivas positivas de las empresas en lo que respecta a la inversión empresarial en los doce meses siguientes, los valores por debajo de 0 pueden interpretarse como un deterioro y un valor de 0, como una perspectiva neutral.

Las expectativas empresariales disponibles a octubre de 2019 señalan un deterioro adicional de las perspectivas de inversión del sector manufacturero a corto plazo en la zona del euro. Las perspectivas compuestas de inversión empeoraron considerablemente en octubre (aunque se situaban en territorio positivo), debido a las expectativas de caída de la inversión del sector de manufacturas (que se situaron en niveles negativos por primera vez desde 2012), de forma paralela a un retroceso considerable de las expectativas de inversión de los servicios. Este deterioro es acorde con la evidencia más reciente obtenida de la encuesta de inversión industrial (Industrial Investment Survey) que realiza semestralmente la Comisión Europea (CE), en la que las expectativas de crecimiento anual de la inversión de las manufacturas en 2019 se revisaron sustancialmente a la baja en la zona del euro, del 4 % de la encuesta de abril de 2019 al –2 % en noviembre de 2019⁶⁵. Según los resultados de la encuesta, la mayor parte de los sectores industriales esperan una moderación de los flujos de inversión, con una revisión a la baja de los planes de inversión de las grandes empresas industriales en 2019. Además, según la encuesta sobre inversión de 2019 del BEI (EIB Investment Survey), el número de empresas manufactureras que tenían previsto reducir la inversión ese año había aumentado por primera vez en los cuatro últimos años⁶⁶.

Los resultados de la encuesta por países y sectores apuntan al sector manufacturero alemán como la causa principal del deterioro de las perspectivas

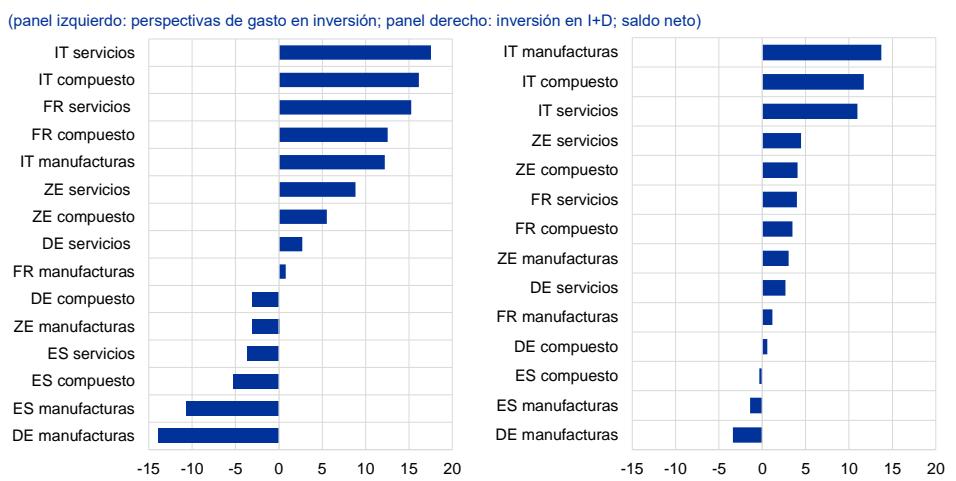
⁶⁵ Véanse las encuestas de opinión de la CE.

⁶⁶ Véase el informe EIB Investment Report 2019/2020: accelerating Europe's transformation.

de gasto en inversión. Los resultados de la última encuesta Business Outlook Survey de octubre de 2019 señalan diferencias entre países y sectores, ya que las perspectivas de inversión siguen siendo positivas en Francia e Italia, mientras que en Alemania y España parecen haberse deteriorado notablemente. En términos generales, se espera que la inversión empresarial en la zona del euro siga respaldada por los servicios, que en cierta medida amortiguarán la caída de la inversión del sector de manufacturas (véase el panel izquierdo del gráfico B). Las perspectivas de inversión en I+D también son heterogéneas (véase el panel derecho del gráfico B). No obstante, los indicadores de opinión han retrocedido, en general, en olas recientes de la encuesta, tanto por países como por sectores, y los últimos resultados señalan que, en conjunto, las expectativas son bastante débiles. De cara al futuro, la encuesta de inversión industrial de la CE sugiere unas perspectivas de inversión en la zona del euro ligeramente mejores en 2020 que en 2019, y contempla un retorno a terreno positivo, aunque a un ritmo lento.

Gráfico B

Perspectivas de gasto en inversión e inversión en I+D por países y sectores



Fuentes: IHS Markit y cálculos del BCE.

Notas: No se dispone de datos sobre ES servicios. La última observación corresponde a octubre de 2019.

Artículos

1 La riqueza y el consumo de los hogares en la zona del euro

Gabe de Bondt, Arne Gieseck y Mika Tujula

Introducción

La riqueza de los hogares es la diferencia entre el valor de sus activos y el de sus pasivos, y es uno de los principales determinantes del consumo privado.

Los incrementos en la riqueza pueden afectar al consumo privado a corto plazo, ya que la sensación de mayor opulencia de las familias puede hacer que su confianza aumente. Además, el nivel de riqueza de los hogares es un factor que desempeña un destacado papel en las decisiones de consumo a más largo plazo y en el crecimiento. Junto con las rentas del trabajo futuras esperadas, determina el nivel de los recursos de que dispondrán las familias a lo largo de su existencia. Como el consumo privado representa, con diferencia, la mayor contribución a la actividad económica total, la riqueza de los hogares puede tener un efecto sustancial en la situación de la economía y, en última instancia, en las perspectivas de inflación. La política monetaria, a su vez, puede influir en la evolución de la riqueza, no solo a través de su impacto en los precios de los activos, sino también mediante los canales de transmisión. Por lo tanto, al establecer la orientación adecuada de la política monetaria, es importante considerar los niveles de riqueza y sus variaciones.

La potencial relevancia de la riqueza de los hogares ha generado una abundante literatura teórica y empírica sobre sus efectos en el consumo privado. En la extensa literatura que hay sobre los efectos riqueza en Estados Unidos y en otros países se ha obtenido un amplio rango de estimaciones de la elasticidad del consumo privado con respecto a la riqueza⁶⁷. Este artículo se centra en el impacto de la riqueza de los hogares en la economía de la zona del euro y en los cuatro países de mayor tamaño de la zona utilizando fundamentalmente datos de las cuentas sectoriales, que proporcionan una imagen detallada y un registro coherente de las operaciones financieras y no financieras, y de los balances de los sectores institucionales de la zona del euro y de los países que la integran.

En el artículo se analizan los efectos riqueza en el sector hogares, en términos agregados, y no en los hogares considerados individualmente. Además de los canales macroeconómicos anteriormente mencionados, que consideran el impacto sobre el consumo derivado de cambios en la riqueza del total del sector hogares, la riqueza también puede tener efectos macroeconómicos a través de variaciones en su distribución a escala microeconómica y de hogar. Por ejemplo, si la riqueza

⁶⁷ Para una perspectiva general de la literatura centrada en Estados Unidos, véase D. Cooper y K. Dynan, «Wealth effects and macroeconomic dynamics», *Journal of Economic Surveys*, vol. 30(1), 2016, pp. 34-55.

aumentarse principalmente en los hogares ricos, se incrementaría la desigualdad y es posible que su efecto macroeconómico también fuera más limitado, ya que estos hogares suelen tener menor propensión marginal a consumir y podrían optar por no aumentar su gasto de forma significativa.

En la sección 2 se describe la evolución de la riqueza de los hogares desde 1999 a partir de las cuentas sectoriales y se hace referencia brevemente a la distribución de la riqueza de las familias en 2014 basándose en la encuesta más reciente del Eurosystema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares. En la sección 3 se proporcionan estimaciones de los efectos riqueza y se analiza el papel que han desempeñado en los últimos años. Por último, la sección 4 concluye con una panorámica de las implicaciones para la política monetaria.

Conclusiones

Para la ejecución de la política monetaria es importante observar la evolución de la riqueza de los hogares y entender su impacto sobre la actividad económica.

Actualmente, el nivel de riqueza de los hogares de la zona del euro representa, aproximadamente, unas siete veces su renta anual disponible. Las variaciones de la riqueza están impulsadas fundamentalmente por las ganancias de capital, más que por el ahorro neto. Por consiguiente, la política monetaria puede afectar a la evolución de la riqueza, sobre todo a través de su impacto en los precios de los activos. La riqueza de los hogares puede disminuir de forma sustancial (como sucedió después de la crisis financiera global) o registrar un aumento significativo (como durante el período previo a dicha crisis y en los últimos años) y, por tanto, es posible que en ocasiones contribuya de manera considerable a las fluctuaciones de la actividad económica. También puede influir en la evaluación de la orientación adecuada de la política monetaria. El análisis empírico y las estimaciones que se presentan en este artículo sugieren la existencia de un amplio rango de efectos riqueza, tanto financiera como no financiera, y de diferencias sustanciales entre los países de la zona del euro. Además, los efectos riqueza y la importancia relativa de la riqueza no financiera y de la financiera cambian con el tiempo.

Dada la diversidad de los canales a través de los que la riqueza de los hogares puede afectar al consumo privado, así como la interacción entre ellos, es necesario usar múltiples perspectivas al valorar las implicaciones macroeconómicas y para la política monetaria.

A parte de los efectos riqueza de carácter permanente, otros canales relacionados con las rentas de la propiedad, la disponibilidad de colateral y la confianza pueden influir en el consumo privado. Además, a nivel macroeconómico, el signo de los efectos riqueza no siempre resulta claro porque los componentes de la riqueza no suelen estar distribuidos por igual entre los consumidores. Algunos hogares se benefician de las subidas de los precios de la vivienda, mientras que a otros les afectan negativamente. Habida cuenta del papel bastante limitado que desempeña el reembolso del capital inmobiliario en la zona del euro, no es sorprendente que las estimaciones de los efectos riqueza inmobiliaria a largo plazo en algunos países que la integran arrojen valores próximos a cero. En términos más generales, los efectos riqueza del sector

hogares a nivel agregado, en los que se ha centrado este artículo, podrían ser distintos de los que se producen a escala microeconómica o de hogar. Por último, la creación de una unión de los mercados de capitales en la zona del euro no solo ayudaría a las empresas a diversificar sus fuentes de financiación y a mejorar su capacidad de resistencia ante perturbaciones con origen en el sistema bancario, sino que también proporcionaría más oportunidades de inversión a los hogares y podría facilitar la acumulación de riqueza.

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

2

Análisis del crédito bancario a empresas en la zona del euro desde 2014

Ramón Adalid, Matteo Falagiarda y Alberto Musso⁶⁸

Introducción

El crédito bancario es la fuente de financiación externa más importante para las empresas de la zona del euro y, por tanto, es crucial para la transmisión de la política monetaria y, con carácter más general, para sustentar el crecimiento económico. A pesar de que la relevancia de la financiación no bancaria ha aumentado en la última década, los préstamos y créditos bancarios siguen siendo un componente fundamental de la financiación de las empresas de la zona del euro. Concretamente, representaron en torno al 45 % de la financiación total mediante deuda de las sociedades no financieras en 2018, frente a alrededor del 60 % en 2007⁶⁹. Durante este período, los mercados de crédito sufrieron tensiones de distintos orígenes que afectaron en especial al sector bancario y a su capacidad de intermediación. Como consecuencia de ello, resulta incluso más importante desde la perspectiva de un banco central analizar detenidamente los préstamos concedidos por las entidades de crédito.

En este artículo se analiza la recuperación del crédito a las sociedades no financieras observada en la zona del euro desde 2014⁷⁰. El análisis se centra en dos aspectos principales.

En primer lugar, en el artículo se muestra que, tras el período de ajuste de los balances de las entidades de crédito en 2008-2013, la mejora de las condiciones de oferta del crédito bancario ha favorecido el crecimiento de la inversión empresarial. La mayor oferta crediticia ha complementado, por tanto, el aumento de la demanda de crédito, que, a su vez, ha sido reflejo de la mejora de las perspectivas macroeconómicas, de los balances de las empresas y de la rentabilidad empresarial. Al mismo tiempo, la relación entre la inversión empresarial y el crédito bancario a empresas ha tenido distinta fuerza en los principales países de la zona del euro, debido, en parte, a los diversos desarrollos de las fuentes de financiación alternativas y a las diferentes necesidades de desapalancamiento.

En segundo lugar, en el artículo se presenta evidencia de que la recuperación del crédito a las sociedades no financieras se ha sustentado en las medidas

⁶⁸ Filippo Claps y Franziska Fischer prestaron apoyo en los aspectos estadísticos.

⁶⁹ Para información más detallada sobre los factores que explican esta tendencia, véase «La dimensión estructural de la financiación de las sociedades no financieras y los hogares de la zona del euro», *Informe Anual*, BCE, Fráncfort del Meno, 2017.

⁷⁰ Para consultar un análisis de la evolución de los préstamos bancarios antes de 2014, véanse «Extensions to the models for assessing money and credit», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2014; «El crecimiento del dinero y del crédito después de crisis económicas y financieras: una perspectiva histórica mundial», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2012, y «Evolución reciente de los préstamos al sector privado», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, enero de 2011.

de política monetaria del BCE. Esta evidencia incluye estimaciones basadas en modelos cuantitativos e información procedente de encuestas. Este análisis se complementa con una evaluación prospectiva que sugiere que la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) ayudará a mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables, a asegurar la transmisión fluida de la política monetaria y a reforzar la orientación acomodaticia de la política monetaria.

Conclusiones

En este artículo se analiza la recuperación del crédito bancario a las empresas de la zona del euro observada desde 2014. La evidencia presentada en el artículo muestra que, durante la recuperación económica, el crecimiento del crédito se ha mantenido por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Pese a sustentarse en unas condiciones de financiación muy favorables, el moderado ritmo de la recuperación ha sido consecuencia, principalmente, del proceso de desapalancamiento posterior a la crisis y de la creciente importancia de fuentes de financiación alternativas, así como de la debilidad ligeramente mayor de la actividad económica en comparación con el período previo a la crisis.

La mejora de las condiciones de oferta de crédito ha favorecido el crecimiento de este y, por tanto, la expansión de la inversión empresarial. El efecto positivo de los factores de oferta de crédito ha reforzado el impacto de una normalización gradual de la demanda crediticia, que refleja la mejora de las perspectivas macroeconómicas y de los balances de las empresas. Sin embargo, la relación entre la inversión empresarial y el crédito bancario a empresas ha tenido distinta fuerza en unos países y en otros. Esta heterogeneidad se explica, en parte, por la diferente importancia del uso de fuentes de financiación alternativas, los distintos niveles de desapalancamiento necesarios y la evolución macroeconómica en cada país.

Por último, existe abundante evidencia que indica que la recuperación del crédito bancario a empresas habría sido significativamente más lenta sin las medidas de política monetaria aplicadas por el BCE desde el verano de 2014. Más concretamente, las estimaciones basadas en modelos a escala macroeconómica, la evidencia procedente de encuestas y los estudios basados en datos detallados de bancos y empresas sugieren que las medidas no convencionales del BCE explican una parte significativa de la recuperación del crédito bancario concedido a las empresas. Una evaluación prospectiva señala que las TLTRO III contribuirán a mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables, a asegurar la transmisión fluida de la política monetaria y a reforzar la orientación acomodaticia de la política monetaria.

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

© Banco Central Europeo, 2020

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 22 de enero de 2020.

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-20-001-ES-N (edición electrónica)