

---

---

## **IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL**

---

---

### **La Comisión Europea recibe orden de entablar negociaciones con Reino Unido sobre las disposiciones transitorias (CE)**

El 29 de enero de 2018, la Comisión Europea (CE) acogió con satisfacción la decisión adoptada por el Consejo de Asuntos Generales (artículo 50), que da luz verde al inicio de negociaciones sobre posibles disposiciones transitorias consiguientes a la retirada ordenada del Reino Unido de la Unión Europea (UE).

Estas directrices de negociación, que completan las directrices de negociación de mayo de 2017 y se basan en la Recomendación de la Comisión de 20 de diciembre de 2017, contienen precisiones adicionales sobre las posibles disposiciones transitorias. Destacan, entre ellas, las siguientes:

- Queda descartada toda posibilidad de limitarse a seleccionar los aspectos más favorables: Reino Unido seguirá participando en la unión aduanera y en el mercado único (con sus cuatro libertades). El acervo de la Unión seguirá aplicándose en su totalidad al Reino Unido y en Reino Unido como si de un Estado miembro se tratase. Por consiguiente, Reino Unido habrá de seguir vinculado por las obligaciones derivadas de los acuerdos con terceros países. Cualquier cambio que se introduzca en el acervo durante este período deberá aplicarse automáticamente al Reino Unido.
- También se aplicarán todos los instrumentos y estructuras existentes de la Unión en materia de regulación, presupuesto, supervisión, justicia y ejecución de la ley, incluida la competencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

- El Reino Unido pasará a ser un tercer país el 30 de marzo de 2019. En esa fecha, dejará por lo tanto de estar representado en las instituciones, agencias, organismos y oficinas de la Unión.
- El período de transición deberá estar claramente definido y exactamente limitado en el tiempo. No deberá extenderse más allá del 31 de diciembre de 2020. Por lo tanto, las disposiciones del acuerdo de retirada relativas a los derechos de los ciudadanos habrán de aplicarse en cuanto concluya el período transitorio.

Las directrices de negociación adoptadas hoy recuerdan también la necesidad de traducir a términos jurídicos los resultados de la primera fase de las negociaciones, tal y como subrayan la Comunicación de la Comisión y el Informe conjunto. También destacan que es preciso concluir la labor referente a todos los asuntos relacionados con la retirada, incluso aquellos aún no abordados en la primera fase, como la gobernanza general del acuerdo de retirada y otras cuestiones de fondo, tales como los derechos de propiedad intelectual, la protección de los datos personales y los aspectos aduaneros necesarios para la retirada ordenada de Reino Unido de la UE.

### **Próximos pasos**

La Comisión publicará en tiempo oportuno un proyecto de texto jurídico del acuerdo de retirada, del que las disposiciones transitorias forman parte. El acuerdo conforme al artículo 50, en su integralidad, habrá de ser concluido por el Consejo (artículo 50), el Parlamento Europeo y Reino Unido, con arreglo a sus propios preceptos constitucionales.

### **Antecedentes**

El 8 de diciembre de 2017, la Comisión Europea recomendó al Consejo Europeo (artículo 50) que concluyera que se había avanzado lo suficiente en la primera fase de

las negociaciones con Reino Unido con arreglo al artículo 50. El 15 de diciembre, los dirigentes de la UE de 27 Estados miembros confirmaron que se habían registrado avances suficientes en cuanto a los derechos de los ciudadanos, la cuestión de Irlanda y la liquidación financiera, y adoptaron directrices para pasar a la segunda fase de las negociaciones. Esa declaración sucedió a una resolución aprobada el 13 de diciembre por el Parlamento Europeo, en la que se confirmaba la obtención de progresos suficientes. El 20 de diciembre, la Comisión Europea presentó al Consejo (artículo 50) una Recomendación para que se entablasen las negociaciones acerca de la siguiente fase de la retirada ordenada del Reino Unido de la Unión Europea.

En esta fase de las negociaciones seguirán siendo de aplicación en su totalidad las orientaciones del Consejo Europeo (artículo 50) de 29 de abril de 2017, así como los principios generales y las disposiciones procedimentales aplicables al desenvolvimiento de las negociaciones que se establecen en las directrices de negociación del Consejo de 22 de mayo de 2017.

**Fuente de información:**

[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-463\\_es.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-463_es.htm)

**Grandes Estados, grandes empresas,  
sociedades inquietas (RIE)**

El 30 de enero de 2018, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo “Grandes Estados, grandes empresas, sociedades inquietas”, elaborado por Andrés Ortega<sup>1</sup>. A continuación se presenta el contenido.

Escaparate, altavoz y lugar de discretas reuniones, todo eso es el Foro de Davos. En la última edición del Foro Económico Mundial, los protagonistas han sido los grandes

---

<sup>1</sup> Investigador senior asociado del Real Instituto Elcano. Consultor independiente y director del Observatorio de las Ideas.

Estados —los problemas geopolíticos a veces provienen de otros de menor rango— y las grandes empresas de la tecnología de la información y comunicación (TIC). Todo ello en un momento de crecimiento económico mundial sincronizado, pero con preocupación por la marcha de unas sociedades inquietas. Pues el Foro se abrió con la presentación de un informe de Oxfam sobre una desigualdad que ha hecho que un 82% de la nueva riqueza creada el año pasado fuera al 1% más rico, mientras la mitad de los más pobres no se beneficiaron en nada. La directora gerente del Fondo Monetario Internacional, Christine Lagarde, apuntó también en esta dirección al poner de relieve que demasiada gente se queda al margen de este crecimiento (previsto por el FMI en 3.9% para 2018 y 2019). Según sus cálculos, en 2017 una quinta parte de las economías en desarrollo y emergentes han visto reducirse su ingreso por habitante.

Los grandes europeos entre ellos España, representada por el Rey Felipe VI se presentaron en formación cerrada para defender la preservación del libre comercio. Si el año pasado contaron con un discurso en este sentido del presidente chino Xi Jinping, en esta ocasión ha sido el indio Narendra Modi el que ha recogido ese guante para alertar de que la globalización estaba “perdiendo lentamente su brillo” y que “las fuerzas del proteccionismo están levantando la cabeza” contra ella, queriendo “revertir su flujo”. “La globalización debe tener sentido para las personas y mejorar sus vidas; de lo contrario, veremos una nueva generación de nacionalistas y extremistas”, advirtió el presidente francés, Emmanuel Macron. Aunque la preocupación por el auge del populismo parece haber retrocedido entre los de Davos, Merkel todavía alertó de su “veneno”, que es “la polarización”.

Frente a ellos, Donald Trump, que llegó precedido por un aumento de aranceles a las importaciones en Estados Unidos de Norteamérica de paneles solares y lavadoras procedentes de China y de Corea del Sur. Las divisiones en el seno de su Administración se dejaron sentir cuando el secretario del Tesoro, Steven Mnuchin, habló de debilitar al dólar (lo que movió los mercados), para verse corregido por su

presidente, que defendió una moneda fuerte. Trump, que intentó desplegar cierto encanto junto a su combatividad, no cayó en un discurso abiertamente proteccionista y aislacionista en este escenario globalista poco propicio a ello, sino que defendió un comercio libre, pero “justo y recíproco”. “América primero”, sí, pero no “América sola”. Su verdadero discurso lo reservaba para el estado de la Unión en Washington, donde se verá si, como lo presenta el analista Robert Kaplan, “ladra más que muerde”. Aunque el canadiense Justin Trudeau aprovechó la plataforma de Davos para anunciar que 11 países habían avanzado hacia el Acuerdo de Asociación Transpacífico del que se había descolgado Estados Unidos de Norteamérica con Trump. ¿Una primera respuesta a un orden mundial sin Estados Unidos de Norteamérica, del que Davos tuvo poco que decir?

La voz china más potente vino del sector privado, de Jack Ma, el fundador e impulsor de Alibaba, la gran plataforma de venta, para el cual “si se para el comercio, empieza la guerra”. Ma, además, hizo una predicción: “En el futuro no habrá ‘Hecho en China’, no ‘Hecho en América’, no ‘Hecho en Perú’. Va a ser ‘Hecho en Internet’”. La de Ma, que crece fuera de China, y otras grandes plataformas de venta por Internet (y mucho más), como Amazon, están en el punto de mira. Se hacen oír más voces, también de Davos, que piden hacer pasar estas grandes plataformas por el tamiz de la libre competencia, por la ruptura de los monopolios. Lo que se aplica también a otras empresas del sector como Facebook. Para Ma “Google, Facebook, Amazon y AliBaba, somos las empresas más afortunadas de este siglo. Pero tenemos la responsabilidad de tener un buen corazón y hacer algo bueno. Asegurarnos de que todo lo que hacemos sea para el futuro”.

Quizá fue George Soros el que más abiertamente clamó en Davos contra las redes sociales y los monopolios en este campo. Para el financiero y filántropo de origen húngaro, “las empresas de redes sociales engañan a sus usuarios manipulando su atención y dirigiéndola hacia sus propios fines comerciales. Deliberadamente diseñan

la adicción a los servicios que brindan”. “Algo muy dañino y tal vez irreversible”, añadió en una cena en el pueblo alpino, “le está sucediendo a la atención humana en nuestra era digital. No sólo distracción o adicción. Las empresas de redes sociales están induciendo a las personas a renunciar a su autonomía. El poder de conformar la atención de las personas se concentra cada vez más en manos de unas pocas empresas”, con el peligro de un futuro orwelliano, cuando se juntan estas capacidades con las de un Estado autoritario, como ya ocurre en algunos lugares, a comenzar por China. Fuera de Davos, Alemania está estudiando el modo en que Facebook acumula datos de millones de usuarios para frenarlo, en lo que sería una intervención sin precedentes en el modelo de negocio de la red social. Algunas de estas grandes empresas del sector pidieron disculpas en Davos, y se mostraron dispuestas a rectificar parcialmente. Sundar Pichai, director ejecutivo de Google, se mostró abierto a los comentarios, y dispuesto a pagar más impuestos si lo regulaba la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Desde los Estados, desde estas empresas, y desde las sociedades, algo se está moviendo. Quizá mucho.

**Fuente de información:**

<https://blog.realinstitutoelcano.org/grandes-estados-grandes-empresas-sociedades-inquietas/>

**Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria (BCE)**

El 8 de febrero de 2018, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. En el que dio a conocer la Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria de la Zona del Euro. Se incluye Resumen y los artículos siguientes: “Entorno exterior de la Zona del Euro”; “Evolución financiera de la Zona del Euro”; “Actividad económica de la Zona del Euro”; “Dinero y crédito de la Zona del Euro” y el Recuadro: El consumo de bienes duraderos en la actual expansión económica. A continuación se presenta el contenido.

## **Resumen**

La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno celebrada en 2017 confirma el sólido ritmo de expansión económica, que en el segundo semestre de 2017 experimentó una aceleración mayor de lo previsto<sup>2</sup>. El fuerte impulso cíclico, la actual reducción de la holgura de la economía y la creciente utilización de la capacidad refuerzan aún más la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación convergerá hacia su objetivo de tasas inferiores, aunque próximas, al 2%. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están básicamente equilibrados. Por un lado, el fuerte impulso cíclico actual podría seguir deparando sorpresas positivas en el crecimiento a corto plazo. Por otro, los riesgos a la baja siguen estando relacionados principalmente con factores de carácter global, como la evolución de los mercados de divisas.

La economía mundial sigue creciendo a un ritmo sólido y muestra crecientes signos de sincronización. La actividad se está beneficiando de unas condiciones financieras favorables a nivel mundial y de la fortaleza del sentimiento económico. El aumento de los precios del petróleo ha contribuido al alza de la inflación mundial, aunque, si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación se ha mantenido más estable.

En este entorno de mejora del sentimiento económico, los rendimientos y las cotizaciones de la zona del euro han aumentado desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en diciembre. En los mercados de divisas, el euro se apreció, en general, en cifras ponderadas por el comercio, en particular frente al dólar estadounidense. La reciente volatilidad del tipo de cambio representa una fuente de incertidumbre que requiere un seguimiento en lo que se refiere a sus posibles implicaciones para las perspectivas de estabilidad de precios a mediano plazo.

---

<sup>2</sup> Según la información disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno del 25 de enero de 2018.

El análisis económico basado en los datos económicos y en los resultados de las encuestas más recientes indica que el ritmo de crecimiento siguió siendo vigoroso y generalizado a finales del año pasado y comienzos de 2018. El consumo privado se sustenta en el incremento del empleo, que también se ha visto favorecido por las anteriores reformas de los mercados de trabajo, y en la creciente riqueza de los hogares. La inversión empresarial continúa aumentando debido a las condiciones de financiamiento muy favorables, a la mejora de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. La inversión en vivienda ha seguido creciendo en los últimos trimestres. Además, la expansión mundial generalizada está impulsando las exportaciones de la zona del euro.

La inflación anual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) de la zona del euro se situó en 1.4% en diciembre de 2017, frente al 1.5% de noviembre, debido principalmente a la evolución de los precios de la energía. A más largo plazo, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación anual fluctúen en torno a los niveles actuales en los próximos meses. Los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo moderados —debido, en parte, a factores especiales— y aún no muestran signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. De cara al futuro, se espera que aumenten de forma gradual a mediano plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica, la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y el mayor crecimiento salarial.

El análisis monetario confirma que el agregado monetario amplio siguió creciendo al sólido ritmo observado, en general, desde mediados de 2015. El crecimiento de los préstamos al sector privado también continuó recuperándose. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2017 indica que el crecimiento del crédito siguió estando respaldado por el incremento de la demanda y por la relajación de los criterios de aprobación, en particular de los



préstamos a hogares. Además, los costos de financiamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro continuaron siendo favorables, y los tipos de interés del crédito bancario concedido a estas sociedades se mantuvieron en niveles próximos a sus mínimos históricos.

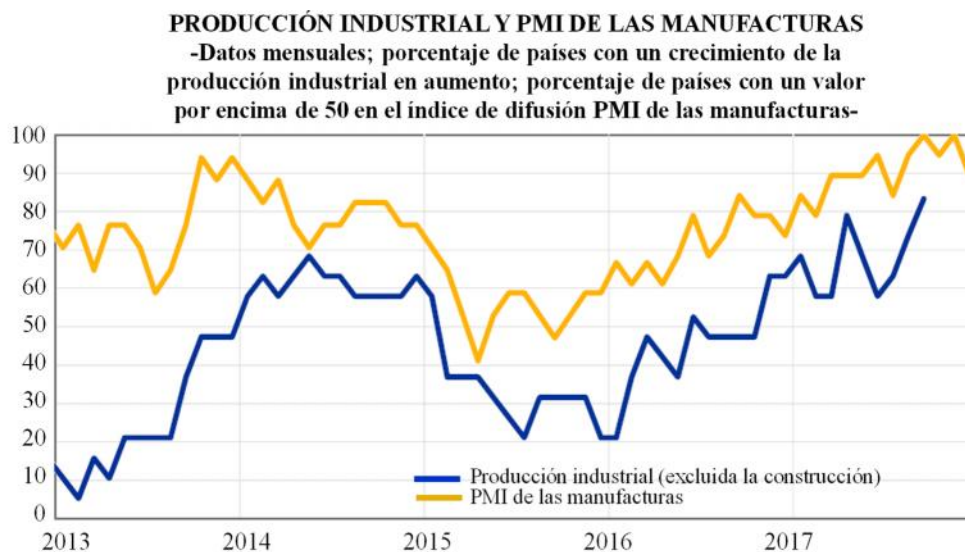
Teniendo en cuenta los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno confirmó la necesidad de un grado amplio de acomodación monetaria para asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. Aunque se ha reforzado la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación convergerá hacia su objetivo, las presiones inflacionistas internas se mantienen contenidas en general y aún no muestran signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. Por tanto, todavía se necesita un considerable grado de estímulo monetario para que las presiones sobre la inflación subyacente continúen aumentando y respalden la evolución de la inflación general a mediano plazo.

Así pues, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación las tasas de interés oficiales del BCE y sigue esperando que se mantengan en los niveles actuales durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que, a partir de enero, está previsto realizar las compras netas de activos al nuevo ritmo de 30 mil millones de euros mensuales hasta el final de septiembre de 2018 o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. Además, el Consejo de Gobierno reafirmó que, si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, está preparado para ampliar el volumen y la duración del programa de compra de activos. Por último, el Consejo de Gobierno reiteró que el Eurosistema reinvertirá los pagos de

principal de los valores adquiridos en el marco de este programa que vayan venciendo durante un período prolongado una vez finalizadas sus compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario.

## Entorno exterior

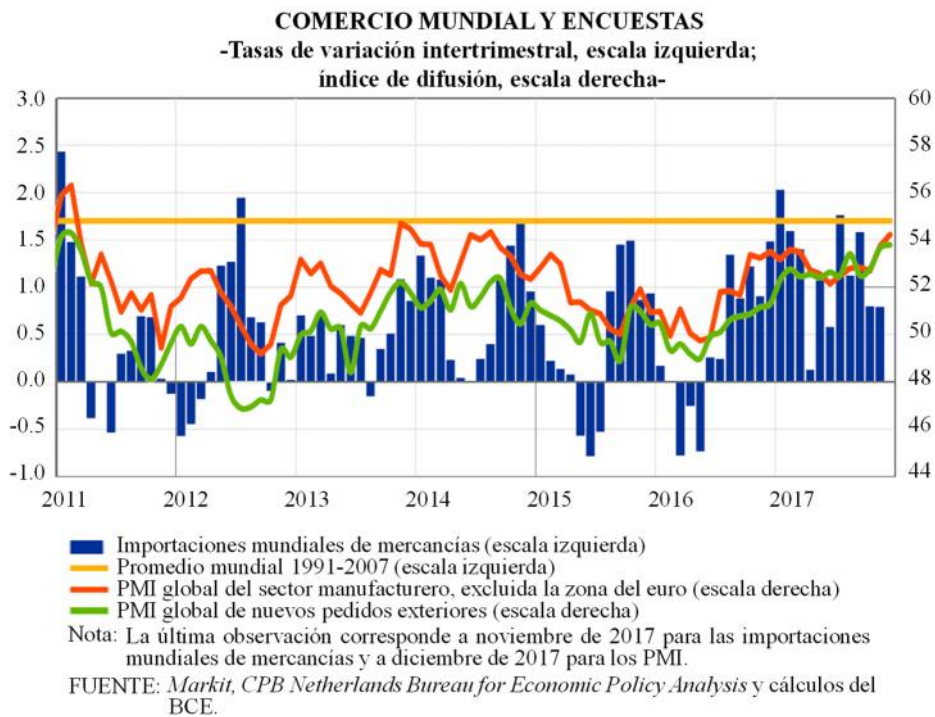
El crecimiento mundial ha continuado afianzándose. Tras la fuerte expansión del PIB en el tercer trimestre de 2017, los indicadores de opinión apuntan a un ritmo sostenido de crecimiento mundial en los últimos meses del año pasado. El índice de directores de compras PMI (*Purchasing Managers Index*) compuesto global de producción avanzó hasta situarse en 54.4 en diciembre, frente a un valor de 54 en el mes anterior. La vigorosa evolución de diciembre reflejó la sólida expansión que continuó registrándose en las economías avanzadas y el repunte que ha tenido lugar en las economías emergentes, impulsado, en particular, por China y la India. Los datos más recientes son acordes con las señales de una recuperación sostenida, generalizada y sincronizada a nivel mundial.



Nota: Las observaciones más recientes corresponden a septiembre de 2017 para la producción industrial y a diciembre de 2017 para el PMI de las manufacturas. La gráfica se ha elaborado con datos de 19 economías avanzadas y emergentes. En el caso de la producción industrial, la línea muestra el porcentaje de países en los que la variación media anual de tres meses de la producción industrial es mayor que la variación media anual de los tres años precedentes.

FUENTE: PMI *Markit*, fuentes nacionales, OCDE y cálculos del BCE.

Los indicadores de opinión apuntan a que el comercio mundial mantuvo su fuerte dinamismo en el último trimestre de 2017. El crecimiento de las importaciones globales de bienes se desaceleró en los primeros meses del cuarto trimestre, y la tasa de variación trimestral de las importaciones reales de mercancías se situó en el 0.8% en noviembre, frente al 1.6% del tercer trimestre. Este descenso obedeció a la moderación de las importaciones en Asia y en varias economías avanzadas. Sin embargo, los indicadores de comercio han mostrado mayor capacidad de resistencia, lo que sugiere que en el cuarto trimestre las importaciones mundiales crecieron a un ritmo similar al del tercero. El PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó hasta 53.8 en diciembre, desde el 53.7 del mes anterior, por encima de su media de largo plazo.



La inflación mundial experimentó un repunte en noviembre. La inflación anual medida por los precios al consumidor en los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) se incrementó hasta el 2.4% en noviembre, desde el 2.2% de octubre, como consecuencia de la aceleración de los precios de la energía y los

alimentos. No obstante, si se excluyen estos dos componentes, la inflación permaneció estable en el 1.9 por ciento.

Los precios del petróleo han seguido aumentando en las últimas semanas. Los precios del Brent aumentaron cerca de 64 dólares estadounidenses por barril a mediados de diciembre a más de 69 dólares. El encarecimiento del petróleo durante este período se debió en parte a perturbaciones de oferta, especialmente al cierre del oleoducto Forties del Mar del Norte para realizar reparaciones, así como a las tensiones políticas en Oriente Próximo. La fuerte demanda de importaciones de crudo en China y la intensificación de la actividad de refinación en Estados Unidos de Norteamérica, que disminuyó más las existencias de esta materia prima, contribuyeron asimismo al reciente incremento de los precios del petróleo. Los precios de las materias primas no energéticas también han aumentado en las últimas semanas, impulsados sobre todo por los precios de los metales, cuyos aumentos han estado relacionados con las perturbaciones de oferta en industrias de metales no ferrosos tras la introducción de normativa medioambiental en China y con la creciente demanda de mineral de hierro.

El repunte cíclico ha continuado en Estados Unidos de Norteamérica. Tras el sólido crecimiento registrado por el PIB en el tercer trimestre, con una tasa anualizada del 3.2%, se espera que la expansión haya mantenido su pujanza en el cuarto trimestre del pasado año. La actividad se ha visto favorecida por las condiciones financieras acomodaticias y los elevados niveles de confianza, así como por el impulso temporal relacionado con las tareas de reconstrucción tras los huracanes del otoño. En consonancia con la intensa actividad económica, la escasez de mano de obra continuó agudizándose en el mercado de trabajo, con un incremento del número de empleados en el sector no agrícola de 148 mil en diciembre, y la tasa de desempleo permaneció sin variaciones en el 4.1%. Pese a las tensiones observadas en el mercado laboral, el crecimiento anual de los salarios sigue siendo débil, observándose un ligero incremento hasta el 2.5% en diciembre. La inflación anual medida por el Índice de Precios al

Consumidor (IPC) descendió hasta el 2.1% en diciembre al reducirse la tasa de variación de los precios energéticos, pero la inflación medida por el IPC, excluida la energía y los alimentos, avanzó hasta el 1.8% en términos anuales en diciembre, frente al 1.7% del mes anterior. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) continuó alejándose progresivamente de la política acomodaticia y en diciembre elevó la banda objetivo para la tasa de interés de referencia de los fondos federales hasta el 1.25-1.50%. La administración estadounidense alcanzó también un acuerdo sobre la reforma fiscal. La ley *Tax Cuts and Jobs Act*, que entró en vigor el 1 de enero de 2018, disminuye de forma permanente el impuesto sobre sociedades, prevé deducciones fiscales para las pequeñas empresas, reduce temporalmente las tasas del impuesto sobre la renta de las personas físicas y amplía la base impositiva. Se espera que la pérdida de ingresos resultante de los recortes impositivos quede parcialmente compensada por la aplicación de impuestos adicionales a las rentas que las multinacionales estadounidenses obtienen en el extranjero. Es probable que, en conjunto, el estímulo fiscal proporcionado por la reforma impulse la actividad económica estadounidense, aunque también podría agravar los desequilibrios presupuestarios.

En Japón, la actividad económica sigue siendo vigorosa y continúan aumentando las tensiones en el mercado de trabajo. El PIB creció 0.6%, en tasa trimestral, en el tercer trimestre de 2017, y los indicadores económicos más recientes siguen apuntando a una fuerte expansión en el último trimestre del año. La escasez de mano de obra continúa agravándose en el mercado de trabajo, con una tasa de desempleo que disminuyó hasta el 2.7% en noviembre, aproximándose a los niveles de principios de la década de 1990. No obstante, las presiones salariales siguen siendo poco significativas, ya que la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales totales se situó en 0.9% en noviembre. La inflación anual medida por el IPC repuntó hasta 0.6% en noviembre, pero la inflación, excluidos la energía y los alimentos, permaneció próxima a cero. Además, los

resultados de la última encuesta *Tankan* de expectativas de inflación sugieren que las empresas mantienen su prudencia sobre nuevos aumentos de los precios.

En Reino Unido, la actividad económica experimentó un ligero repunte, tras la acusada desaceleración registrada en el primer semestre de 2017. Según la estimación final, el crecimiento del PIB se aceleró ligeramente hasta 0.4% en el tercer trimestre. Los indicadores recientes apuntan a una continuación del crecimiento a tasas parecidas en torno al cambio de año. Los indicadores de opinión sugieren una intensa dinámica exportadora, y el índice PMI de clima de exportaciones y los datos sobre nuevos pedidos exteriores del sector de manufacturas se mantuvieron en niveles elevados en el último trimestre de 2017. En cambio, los indicadores apuntan a que el crecimiento de la actividad en el sector servicios se ha moderado. En diciembre de 2017, la inflación anual medida por el IPC se desaceleró ligeramente hasta el 3%, desde el 3.1% de noviembre, pero se espera que continúe afectando la renta disponible.

En China, los indicadores de actividad económica apuntan a un crecimiento resistente. La tasa de crecimiento anual del PIB se situó en 6.8% en el cuarto trimestre del año. En el conjunto de 2017, el producto creció 6.9% con respecto al año anterior, por encima del objetivo del 6.5% fijado por el Gobierno. La tasa de variación de los precios al consumidor registró un ligero incremento en diciembre, hasta el 1.8% desde el 1.7% del mes precedente. La disminución de la inflación de los precios de la minería y las materias primas se tradujo en un descenso de la inflación de los precios industriales hasta el 4.9% en diciembre, frente al 5.8% del mes anterior. La cita de diciembre de la *Central Economic Work Conference*, un foro que se reúne anualmente para fijar la agenda nacional de la economía china, confirmó que las prioridades de las autoridades chinas para 2018 son lograr un crecimiento de alta calidad, avanzar en las reformas de la oferta y mitigar los riesgos financieros.

## Evolución financiera

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han aumentado desde mediados de diciembre. En el período de referencia (del 14 de diciembre al 24 de enero), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 18 puntos básicos hasta situarse en 1.04%. Esta evolución refleja la mejora de las expectativas de los mercados relativas al crecimiento económico de la zona del euro y las revisiones efectuadas en relación con la senda futura de la política monetaria. La tasa *swap* del *eonia* (OIS) a diez años de la zona del euro aumentó 21 puntos básicos y actualmente se sitúa en 0.8%. Por tanto, el diferencial entre el rendimiento ponderado por el PIB y la tasa *swap* del *eonia* aumentó ligeramente durante el período analizado. Este avance oculta una evolución divergente de las curvas de rendimiento de cada país. En el caso de Alemania, el diferencial de rendimiento a diez años frente la tasa *swap* del *eonia* libre de riesgo pasó a ser algo menos negativo, posiblemente como consecuencia de las primas de escasez más reducidas, mientras que en Italia se amplió en un contexto de percepción de mayor incertidumbre política por parte de los mercados. En cambio, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de Portugal y España continuaron con su trayectoria descendente en un entorno de mejora de las variables económicas fundamentales. En Reino Unido, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó 23 puntos básicos y se situó en 1.41%, mientras que en Estados Unidos de Norteamérica, la aprobación de la reforma tributaria contribuyó a que el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años se incrementara en 30 puntos básicos, situándose en 2.66 por ciento.



Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente estables durante el período considerado. Desde mediados de diciembre, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras con respecto a los bonos con calificación AAA de la zona del euro disminuyó levemente, 5 puntos básicos, hasta situarse en 31 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda con calificación de grado de inversión del sector financiero se redujeron algo más, 7 puntos básicos. Esta evolución es acorde con el fortalecimiento de la expansión económica.

Los índices amplios de los precios de las acciones de la zona del euro incrementaron durante el período analizado. En la zona del euro, los precios de las acciones de las sociedades no financieras aumentaron alrededor de 3%, mientras que las cotizaciones del sector bancario registraron un alza del 5.8%. Las favorables expectativas de beneficios empresariales y la disminución de la prima de riesgo de las acciones, impulsadas por el entorno macroeconómico positivo, compensaron con creces el efecto moderador derivado de los mayores rendimientos. Los precios de las acciones de las



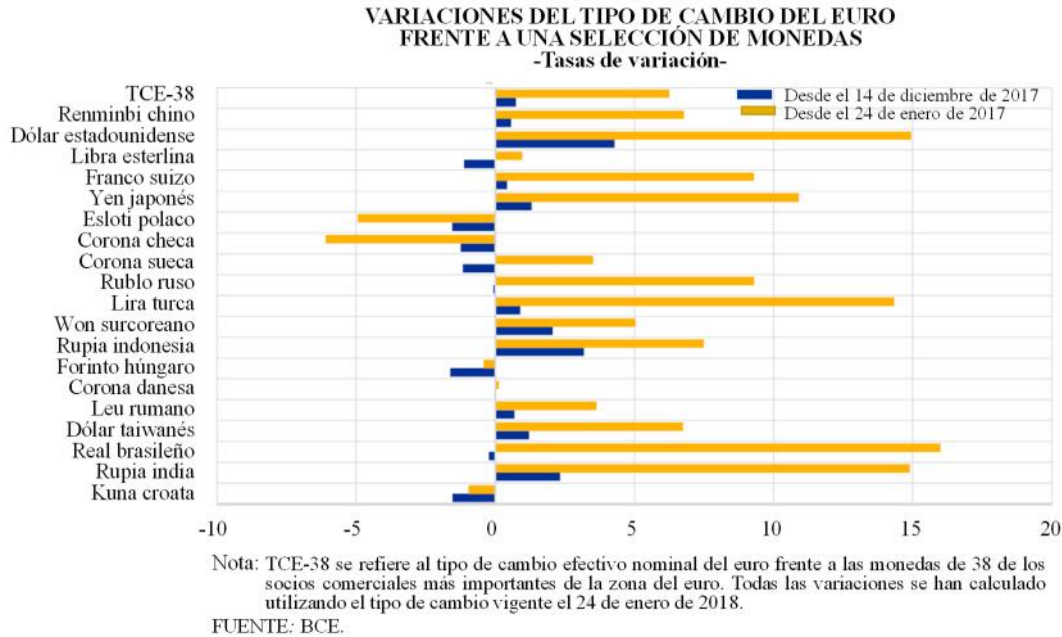
sociedades no financieras y de los bancos estadounidenses también se incrementaron durante el período de referencia, 7.1 y 6.7%, respectivamente. Las expectativas de los mercados sobre la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro se mantuvieron constantes, mientras que en Estados Unidos de Norteamérica aumentaron. En ambos casos permanecen en el 12.4 y el 11.5%, respectivamente, niveles relativamente bajos en términos históricos.

El índice medio de la tasa de interés del euro a un día (*eonia*) se situó, en promedio, en -36 puntos básicos. El exceso de liquidez se redujo en torno a 9 mil millones de euros hasta situarse en una cifra aproximada de un mil 871 millones de euros, debido a que los factores autónomos netos crecieron en mayor medida que el volumen de liquidez proporcionado mediante las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema.

La curva de tasas *forward* del *eonia* se desplazó al alza durante el período analizado, especialmente en los horizontes de mediano plazo. El sentimiento de los mercados con respecto al rumbo de la política monetaria en 2018 no varió. Más allá de ese horizonte, las expectativas de los participantes en los mercados relativas a las tasas de interés aumentaron.

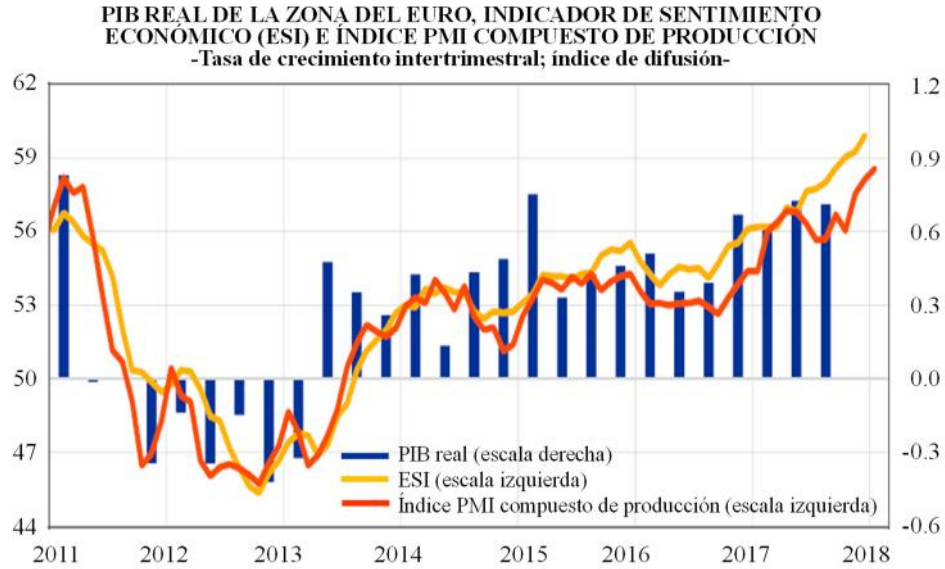
En los mercados de divisas, el euro se apreció, en general, en cifras ponderadas por el comercio. Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció 0.7%. En términos bilaterales, el euro se apreció frente a la mayoría de las monedas de las economías avanzadas, incluido el dólar estadounidense (un 4.3%) en particular, pero también el yen japonés (un 1.3%) y el franco suizo (un 0.4%). El euro también se apreció frente a la mayor parte de las monedas de las economías emergentes, entre las que destacan el renminbi chino (un 0.6%), así como las monedas de otros importantes socios comerciales en Asia. Esta apreciación generalizada se vio solo parcialmente contrarrestada por el debilitamiento del euro frente a las monedas de otros Estados

miembros de la UE, entre ellas la libra esterlina, frente a la que se depreció 1.1 por ciento.



## Actividad económica

La expansión económica de la zona del euro continúa siendo sólida y generalizada. El PIB aumentó 0.7%, en tasa trimestral, en el tercer trimestre de 2017, tras registrar un incremento de la misma magnitud en el trimestre anterior, como consecuencia de las contribuciones positivas de la demanda interna y de la demanda exterior neta. Al mismo tiempo, la aportación de la variación de existencias al crecimiento del PIB en el tercer trimestre fue neutral. Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, se mantienen en niveles elevados y confirman las expectativas de que el crecimiento siguió siendo vigoroso a finales del año pasado y comienzos de 2018, con tasas similares a las observadas en los dos trimestres anteriores.



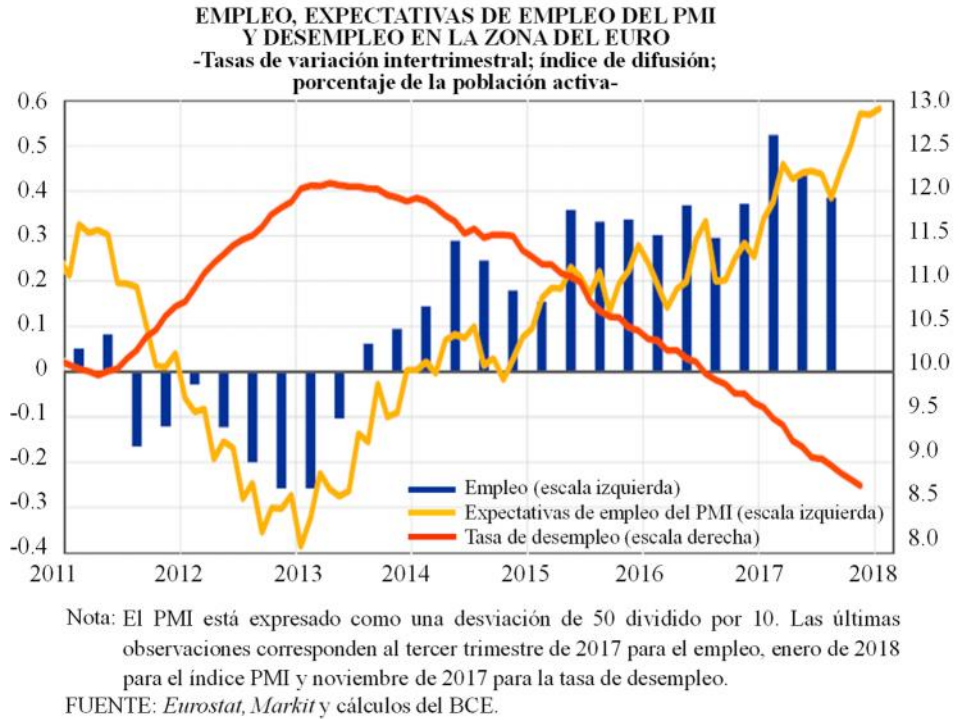
Nota: El indicador de sentimiento económico (ESI) se normaliza para presentar la misma media y desviación típica que el índice PMI. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017 para el PIB real, diciembre de 2017 para el ESI y enero de 2018 para el índice PMI.

FUENTE: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

El gasto en consumo ha seguido creciendo y, por lo tanto, ha continuado desempeñando un papel fundamental de apoyo a la expansión económica actual. El consumo privado aumentó 0.4%, en tasa trimestral, en el tercer trimestre de 2017, tras registrar una tasa de crecimiento algo más elevada en el trimestre anterior. Esta desaceleración refleja en gran medida el menor avance del consumo de bienes, mientras que, en el tercer trimestre, el consumo de servicios pareció incrementarse prácticamente al mismo ritmo que en el segundo. Sin embargo, el crecimiento del consumo de bienes duraderos continúa siendo superior al de bienes semiduraderos y no duraderos (véase recuadro titulado: *El consumo de bienes duraderos en la actual expansión económica*, de este Boletín Económico). En términos anuales, el consumo aumentó 1.9% en el tercer trimestre de 2017, lo mismo que en el segundo trimestre. Este patrón estable contrasta con un mayor crecimiento de la renta real disponible de los hogares, hasta el 1.6% en tasa anual en el tercer trimestre, frente al 1.3% del trimestre precedente. La tasa de variación anual del ahorro aumentó en el tercer trimestre de 2017, una evolución acorde con un crecimiento del consumo que no experimentó cambios y con el mayor avance de la renta en ese período. No obstante, la tasa de ahorro (expresada como la media

móvil de cuatro trimestres) descendió hasta registrar un nuevo mínimo histórico del 12% en el tercer trimestre.

Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando, sosteniendo así la renta y el gasto en consumo de los hogares. En el tercer trimestre de 2017, el empleo aumentó de nuevo, 0.4% en tasa trimestral, lo que se tradujo en un incremento anual del 1.7%. En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa 1.2% por encima del máximo observado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. La tasa de desempleo de la zona del euro se situó en 8.7% en noviembre de 2017, frente al 8.8% de octubre, 3.3 puntos porcentuales por debajo del máximo registrado después de la crisis, en abril de 2013. Este descenso fue generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos. El desempleo de larga duración (es decir, el número de personas que lleva al menos doce meses en situación de desempleo expresado en porcentaje de la población activa) también sigue disminuyendo, pero se mantiene por encima del nivel anterior a la crisis. La información procedente de las encuestas apunta a un crecimiento continuado del empleo en los próximos meses, y en algunos países y sectores se observan cada vez más señales de escasez de mano de obra.



Se espera que el consumo se mantenga sólido y continúe aumentando. Los datos recientes sobre el comercio minorista y las matriculaciones de automóviles indican que el patrón de crecimiento del gasto en consumo prácticamente no varió en el cuarto trimestre de 2017 con respecto al tercer trimestre. Otros indicadores confirman la continuación del sólido dinamismo del consumo. Los indicadores de opinión más recientes apuntan a nuevas mejoras en el mercado de trabajo que, a través del aumento del empleo, deberían seguir impulsando la renta agregada y, por tanto, el gasto en consumo. Además, la riqueza neta de los hogares siguió registrando tasas de crecimiento elevadas, prestando así un respaldo adicional al gasto en consumo. Estos factores pueden explicar, en parte, por qué la confianza de los consumidores continuó mejorando en el cuarto trimestre, y el nivel de diciembre de 2017 fue el más alto observado desde enero de 2001.

Después de avanzar con fuerza en el segundo trimestre, la inversión empresarial se contrajo en el tercer trimestre de 2017. No obstante, estos débiles resultados se deben fundamentalmente a factores técnicos, y obedecen sobre todo a la inclusión de datos

sobre Irlanda en las cuentas nacionales de la zona del euro y al impacto asociado procedente de la inversión en productos de propiedad intelectual y de adquisiciones de aviones vinculadas a operaciones de leasing. En consecuencia, en la zona del euro, la inversión, excluida la construcción, registró un descenso trimestral del 1.2% en el tercer trimestre de 2017. Por lo que se refiere al cuarto trimestre, la persistencia de unas condiciones favorables en el sector de bienes de equipo, como la creciente utilización de la capacidad productiva, el incremento de los pedidos y el aumento de la confianza y de la demanda, señalan, en general, que la inversión ha mantenido su dinamismo. Los datos mensuales sobre la producción de bienes de equipo, disponibles hasta noviembre, también sugieren un aumento de la inversión empresarial a corto plazo. En cuanto a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de este sector disponibles hasta noviembre apuntan a un crecimiento algo más bajo en el cuarto trimestre de 2017 que en el tercero. Sin embargo, los indicadores de opinión sobre la situación de la demanda y la valoración de las carteras de pedidos del sector, así como el número de visados de obra nueva concedidos, están en consonancia con un ritmo de crecimiento positivo a finales del año pasado y comienzos de 2018. No obstante, en algunos países se aprecian cada vez más signos de restricciones de capacidad en la construcción relacionadas con la escasez de mano de obra.

Se prevé que la inversión siga contribuyendo de forma significativa al crecimiento del producto en los próximos meses. La inversión debería continuar viéndose respaldada por unos niveles muy altos de confianza empresarial y por la menor incertidumbre, la mayor utilización de la capacidad productiva, unas condiciones de financiamiento acomodaticias, el incremento de los beneficios empresariales y la necesidad generalizada de modernizar el stock de capital. Según las cuentas sectoriales de la zona del euro, la tasa de crecimiento anual del excedente bruto de explotación de las empresas del tercer trimestre de 2017 superó a la del trimestre precedente. Además, las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro continúan siendo elevadas. En cuanto a la inversión en construcción, aspectos como el incremento

de la renta disponible de los hogares y unas condiciones de concesión del crédito muy favorables deberían sostener la demanda en este sector. Al mismo tiempo, se espera que algunos factores sigan lastrando las perspectivas de inversión, incluidas las expectativas de crecimiento más débil a mediano plazo.

El avance de las exportaciones continuó siendo vigoroso en el tercer trimestre de 2017, y los indicadores de comercio apuntan a un ritmo sostenido en el futuro. Las exportaciones totales de la zona del euro crecieron 1.5% en el tercer trimestre, debido a la fortaleza de las exportaciones de bienes, continuando con el patrón de sólido crecimiento observado en meses anteriores de 2017. Los datos mensuales sobre el comercio de bienes disponibles hasta noviembre sugieren que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro seguirán registrando un crecimiento positivo en el cuarto trimestre de 2017, en consonancia con la recuperación de la demanda externa. En octubre, las exportaciones parecieron sustentarse principalmente en la demanda de países no pertenecientes a la Unión Europea (UE), así como en contribuciones positivas de países de la UE<sup>3</sup>. Los indicadores adelantados, como las encuestas, siguen señalando mejoras de las exportaciones y la demanda externa de la zona del euro, al tiempo que los nuevos pedidos exteriores de manufacturas recibidos de países de fuera de la zona del euro han vuelto a aumentar.

Los indicadores económicos más recientes apuntan a que el patrón de sólido crecimiento observado recientemente continuará en el corto plazo. La producción industrial (excluida la construcción) experimentó un fuerte avance en noviembre. En consecuencia, en octubre y noviembre la producción se situó, en promedio, 1% por encima del nivel del tercer trimestre de 2017, en el que aumentó 1.2% en tasa trimestral. Los indicadores de opinión más recientes también señalan una dinámica de sólido crecimiento a corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en

---

<sup>3</sup> En la fecha límite de recepción de datos de este Boletín Económico no se disponía del desglose de las exportaciones en términos reales entre países destinatarios pertenecientes y no pertenecientes a la UE correspondiente a noviembre.

promedio, en 57.2 en el cuarto trimestre de 2017, frente a un valor de 56 en el tercero, antes de ascender nuevamente hasta situarse en 58.6 en enero de 2018. Al mismo tiempo, el indicador ESI de la Comisión Europea pasó de 112.1 en el tercer trimestre a 114.9 en el cuarto (véase la gráfica titulada: *PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) e índice PMI compuesto de producción*). Tanto el ESI como el PMI se sitúan muy por encima de sus respectivas medias de largo plazo.

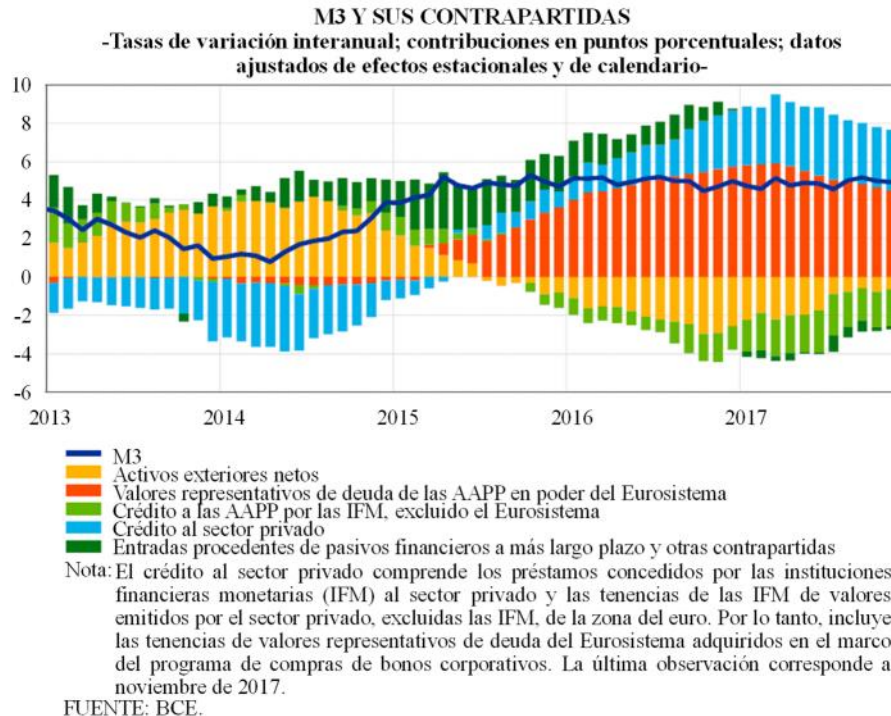
Se espera que la actual expansión económica, sólida y generalizada, continúe más allá del corto plazo. Las medidas de política monetaria del BCE, que han facilitado el proceso de desapalancamiento, siguen respaldando la demanda interna. El consumo privado se sustenta en el incremento del empleo, que también se ha visto favorecido por las anteriores reformas de los mercados de trabajo, y en la creciente riqueza de los hogares. La inversión empresarial continúa aumentando debido a unas condiciones de financiamiento muy favorables, a la mejora de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. La inversión en vivienda ha seguido creciendo en los últimos trimestres. Asimismo, la expansión mundial generalizada está impulsando las exportaciones de la zona del euro. Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica del BCE, realizada a principios de enero, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2018 y 2019 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de octubre.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están básicamente equilibrados. Por un lado, el fuerte impulso cíclico actual podría seguir deparando sorpresas positivas en el crecimiento a corto plazo. Por otro, los riesgos a la baja siguen estando relacionados principalmente con factores de carácter global, como la evolución de los mercados de divisas.



## Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó aumentando a un ritmo sólido. La tasa de crecimiento anual de M3 se mantuvo prácticamente sin variación en 4.9% en noviembre de 2017, fluctuando en torno al nivel observado desde mediados de 2015. El bajo costo de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno de tasas de interés muy reducidas y el impacto de las medidas de política monetaria del BCE volvieron a respaldar el crecimiento de M3. Los componentes más líquidos fueron nuevamente los que más contribuyeron al avance del agregado monetario amplio, con una tasa de crecimiento anual de M1 del 9.1% en noviembre (frente al 9.4% de octubre).



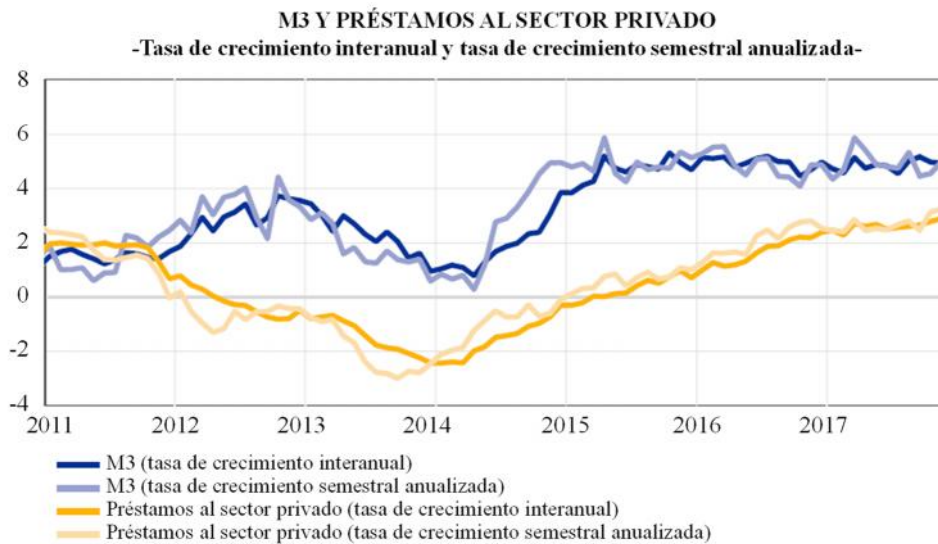
Las contrapartidas internas de M3 siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. En lo que respecta a las contrapartidas, las adquisiciones de deuda pública por parte del Eurosistema (véanse las partes de color rojo de la gráfica), realizadas principalmente en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés), contribuyeron de forma positiva al

avance de M3. Además, la recuperación sostenida del crédito al sector privado (véanse las partes de color azul de la gráfica) siguió sustentando el crecimiento de M3. En este concepto se incluyen tanto los préstamos otorgados por las Instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado como las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. También comprende las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM, que se presentan junto con otras contrapartidas (véanse las partes de color verde oscuro de la gráfica), volvió a contribuir positivamente al crecimiento de M3. La tasa de variación anual de estos pasivos ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2012, debido, en parte, al impacto de las operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico del BCE, que pueden haber actuado como sustituto del financiamiento a más largo plazo en los mercados. Por último, el impacto del PSPP en el avance de M3 se vio frenado porque el Eurosistema realizó una parte de sus compras de deuda pública a IFM de la zona del euro, lo que contribuyó al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema (véanse las partes de color verde claro de la gráfica).

Los activos exteriores netos de las IFM siguieron afectando el crecimiento anual de M3 (véanse las partes de color amarillo de la gráfica). Aunque el flujo anual de los activos exteriores netos se mantuvo negativo en noviembre de 2017, las salidas de capital de la zona del euro, que pueden atribuirse, en parte, a las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP, se han reducido en los últimos meses, lo que ha ayudado a mitigar la correspondiente presión a la baja sobre el crecimiento de M3. Pese a que los no residentes siguieron contándose entre los principales vendedores de valores admisibles en el programa de compra de activos,

pueden haber moderado el reajuste de sus carteras mediante la reducción de otros activos de la zona del euro.

El crecimiento del crédito continuó recuperándose gradualmente. La tasa de crecimiento anual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de tesorería [*notional cash pooling*]) aumentó hasta 2.9% en noviembre. Por sectores, la tasa de crecimiento anual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentó hasta el 3.1% en noviembre (desde el 2.9% registrado en octubre). Mientras tanto, la tasa de crecimiento anual de los préstamos a hogares se situó en 2.8% (frente al 2.7% de octubre).



Nota: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería. La última observación corresponde a noviembre de 2017.

FUENTE: BCE.

El significativo descenso de las tasas de interés del crédito bancario observado en toda la zona del euro desde mediados de 2014 (sobre todo, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y la mejora general en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos

dudosos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito<sup>4</sup>.

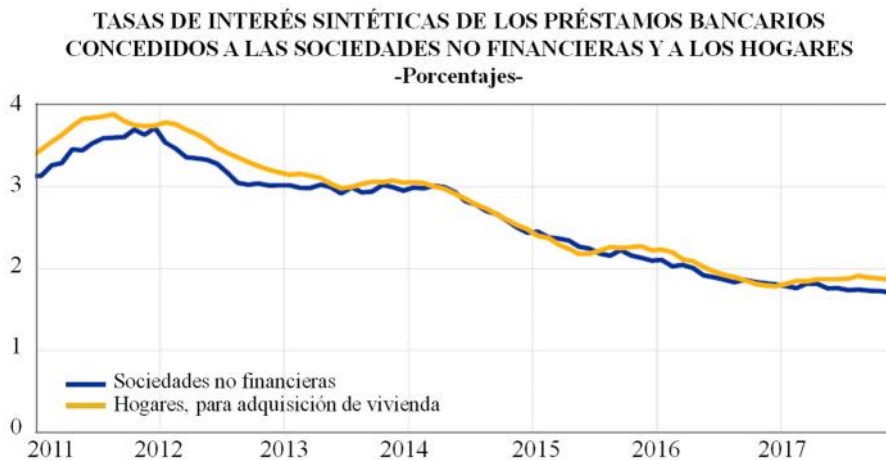
La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2018 sugiere que el crecimiento del crédito continuó estando respaldado por el incremento de la demanda por parte de las empresas y los hogares y por la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares. En el cuarto trimestre de 2017, los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se relajaron, mientras que permanecieron sin cambios para los préstamos a empresas. Las presiones competitivas y la menor percepción de riesgo debido a la mejora de las perspectivas económicas fueron importantes determinantes de esta evolución. Las entidades de crédito también indicaron que había aumentado la demanda neta en todas las categorías de préstamos. La mayor inversión en capital fijo, las fusiones y adquisiciones, el bajo nivel general de las tasas de interés y las favorables perspectivas del mercado de la vivienda fueron factores significativos que impulsaron la demanda. Además, en el segundo semestre de 2017, las entidades de crédito de la zona del euro siguieron respondiendo a las medidas adoptadas en materia de regulación y de supervisión reforzando en mayor medida sus posiciones de capital. Asimismo, señalaron que estas medidas habían tenido un efecto prácticamente neutral sobre los criterios de aprobación en todas las categorías de préstamos, con la excepción del crédito al consumo y del crédito a hogares para otros fines, donde el efecto fue un leve endurecimiento.

Las tasas de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron en mínimos históricos o próximos a ellos. En noviembre de 2017, la tasa de interés sintética de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras registró un nuevo mínimo histórico del 1.71%. La tasa de interés sintética de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo prácticamente sin variación en 1.87% en noviembre, frente al mínimo histórico del 1.78% alcanzado en

---

<sup>4</sup> Véase también la sección 3 del informe *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2017.

diciembre de 2016. Las tasas sintéticas de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido más que las tasas de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. Entre mayo de 2014 y noviembre de 2017, las tasas de interés sintéticas de los préstamos a estos dos sectores cayeron 122 puntos básicos y 105 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, este descenso fue particularmente pronunciado en los países vulnerables de la zona del euro, lo que señala una transmisión más homogénea de la política monetaria a las tasas de interés de estos préstamos en toda la zona. En ese mismo período, el diferencial de tasas de interés entre los créditos de hasta 250 mil euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma sustancial. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la disminución de las tasas de interés de los préstamos bancarios.



Nota: Las tasas de interés sintéticas de los préstamos bancarios se calculan agregando las tasas 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 2017.  
FUENTE: BCE.

Se estima que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyó ligeramente en el cuarto trimestre de 2017. Los datos del BCE más recientes señalan que los flujos totales de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras en octubre

y en noviembre fueron, en términos netos, ligeramente inferiores a los del tercer trimestre de 2017. Además, de acuerdo con los datos procedentes del mercado, la emisión de este tipo de valores se debilitó considerablemente en diciembre de 2017, en consonancia con las regularidades históricas. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras volvió a situarse en cifras positivas, gracias al fortalecimiento observado en octubre y noviembre, que invirtió la tendencia negativa del tercer trimestre de 2017.

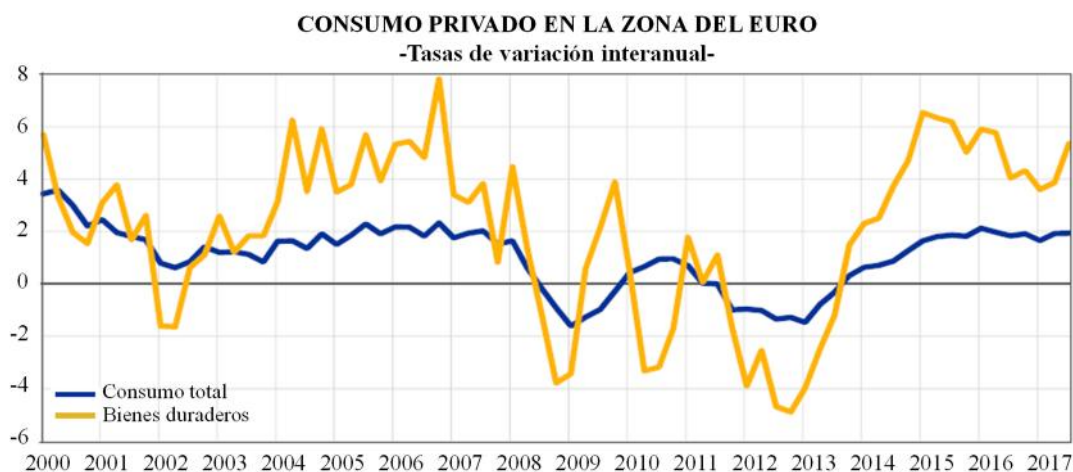
Los costos de financiamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro continuaron siendo favorables. Se estima que el costo nominal total de financiamiento externo de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiamiento mediante acciones, se estabilizó en torno al 4.4% en el último trimestre de 2017 y permaneció en el mismo nivel en la primera mitad de enero de 2018. En consecuencia, el costo de financiamiento se sitúa actualmente unos 34 puntos básicos por encima del mínimo histórico registrado en julio de 2016, pero aún se mantiene considerablemente por debajo de los niveles observados en el verano de 2014 y es acorde con la orientación de la política monetaria del BCE. La evolución reciente del costo nominal total de financiamiento refleja el hecho de que el ligero incremento del costo de los valores de renta fija se está compensando con nuevos descensos del costo estimado de los préstamos bancarios. Por tanto, el costo de la deuda, expresado como media ponderada del costo de financiamiento bancario y del costo de financiamiento mediante valores de renta fija, continúa fluctuando en torno a su mínimo histórico de noviembre de 2017. El costo de las acciones se ha mantenido prácticamente estable desde octubre de 2017.

### **El consumo de bienes duraderos en la actual expansión económica**

El gasto de los hogares en bienes de consumo duradero es la parte del consumo privado más sensible al ciclo económico. El consumo privado engloba los servicios y los bienes no duraderos, semiduraderos y duraderos. La vida esperada de los bienes duraderos suele ser superior a los tres años, e inferior en el caso de los semiduraderos y los no duraderos<sup>1/</sup>. Los hogares no obtienen directamente utilidad del gasto en bienes duraderos en el período actual, sino más bien del flujo de servicios que proporcionan durante su vida útil. En consecuencia, el consumo de estos bienes es más sensible al ciclo económico. Las familias pueden reducir temporalmente estas adquisiciones cuando cae su renta sin que su utilidad disminuya notablemente a corto plazo y reanudarlas cuando su renta se recupera, con el fin de compensar caídas anteriores en su stock de bienes duraderos<sup>2/</sup>. Además, también existe una mayor tendencia a financiar estos bienes mediante crédito, debido a su elevado valor unitario y a que su vida es más larga. El alto valor unitario de los bienes duraderos hace que las rentas corrientes puedan no ser suficientes y que los hogares tengan que recurrir a préstamos para financiarlos. Asimismo, como consecuencia de su mayor vida útil, algunos bienes duraderos pueden utilizarse como garantía, lo que facilita su financiamiento mediante crédito. Sin embargo, como los criterios de aprobación de los préstamos suelen a ser más estrictos durante las recesiones económicas y a relajarse durante las expansiones, esto también hace que estos bienes sean más sensibles al ciclo económico<sup>3/</sup>. Por lo tanto, aunque los bienes de consumo duradero solo representan alrededor del 10% del consumo total, explican hasta el 20% de la variación total del crecimiento del consumo debido a su mayor variabilidad.

El consumo de bienes duraderos ha crecido de forma muy acusada en los últimos años. Durante la crisis financiera, el consumo de estos bienes se contrajo de forma pronunciada, aunque los planes de sustitución de vehículos de varios países de la

zona del euro proporcionaron cierto alivio, incentivando la compra de automóviles nuevos (por ejemplo, en 2009). Desde 2013, el consumo de estos bienes ha vuelto a incrementarse vigorosamente, impulsando el crecimiento del consumo total. La recuperación observada en la renta real disponible y la relajación de las condiciones de financiamiento han aumentado la intención de compra de bienes duraderos por parte de los hogares, especialmente en los países de la zona del euro más afectados por la crisis financiera.



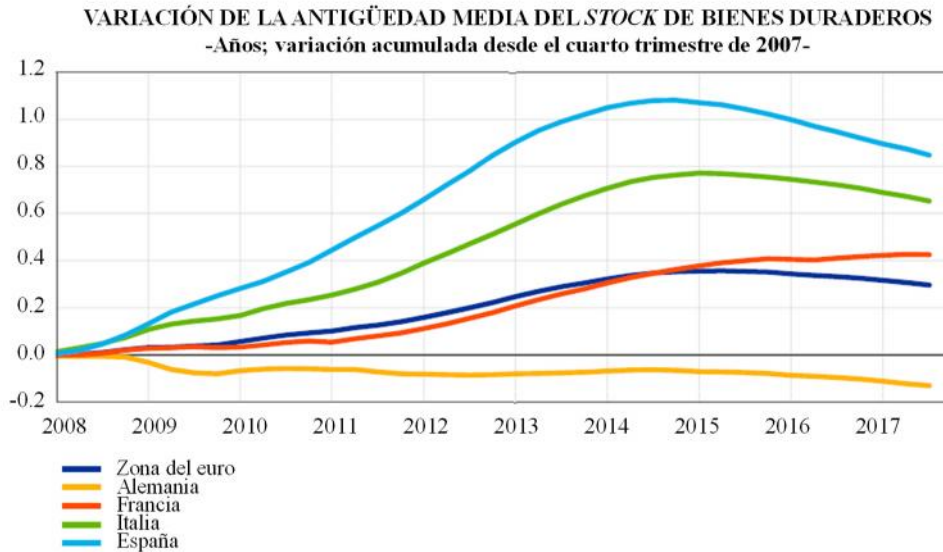
Nota: El consumo total se refiere a los hogares y a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares. Los bienes duraderos corresponden a los hogares y se aproximan utilizando datos disponibles de todos los países de la zona del euro, salvo Bélgica e Irlanda. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017.

FUENTE: Eurostat y cálculos del BCE.

Otro factor que sustenta el consumo de bienes duraderos es la demanda embalsada. La pronunciada caída del consumo de bienes duraderos durante la crisis también se tradujo en un descenso del *stock* observado de estos bienes y en un incremento proporcional de su antigüedad media. En los países más afectados por la crisis financiera (como Italia y España), el aumento de la antigüedad media del *stock* de bienes duraderos fue mucho más acusado, lo que generó una demanda embalsada en cuanto las condiciones económicas mejoraron. A medida que ha avanzado la recuperación económica, los hogares han podido elevar el gasto en estos bienes y compensar caídas anteriores en su *stock* de bienes duraderos. Como resultado, la



antigüedad media del *stock* de este tipo de bienes ha disminuido desde 2015 y el impacto al alza de la demanda embalsada de estos bienes se ha reducido. Esto también ha sido confirmado en España por evidencia basada en modelos<sup>4/</sup>. Después de una larga fase de recuperación del consumo privado, esta evolución puede considerarse una normalización.

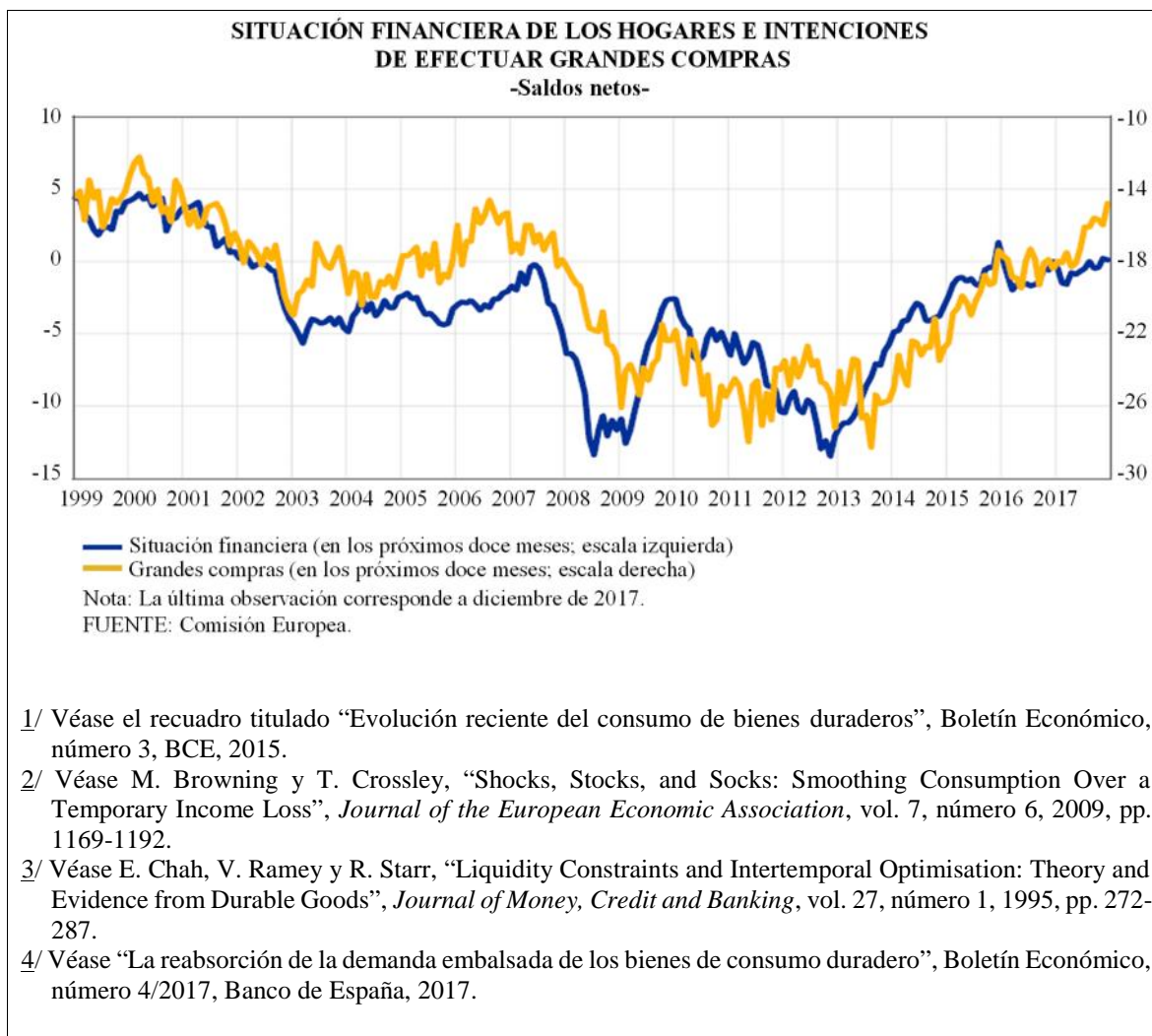


Nota: La antigüedad media del stock de bienes duraderos puede estimarse utilizando la tasa de depreciación y la vida útil de estos bienes. Una reducción de la antigüedad media implica que el gasto del período en bienes duraderos supera la depreciación del *stock*. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017.

FUENTE: Cálculos del BCE.

Las condiciones crediticias favorables continúan respaldando el consumo de bienes duraderos. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de concesión aplicados por las entidades de crédito a los préstamos para consumo se han relajado desde 2014, reflejo de las medidas de expansión crediticia adoptadas por el BCE para reactivar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Al mismo tiempo, los participantes en la encuesta indican que la demanda de crédito al consumo ha aumentado en los últimos años, favorecida por los niveles muy reducidos de las tasas de interés de los préstamos (véase también la sección de Dinero y crédito de este mismo Boletín Económico).



**Fuente de información:**

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2018/Fich/bebce1801-1.pdf>

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2018/Fich/bebce1801-2.pdf>

### **¿Hacia una arquitectura regional sinocéntrica en Asia-Pacífico? (RIE)**

El 7 de febrero de 2018, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo “¿Hacia una arquitectura regional sinocéntrica en Asia-Pacífico?”, elaborado por Emilio de Miguel Calabia<sup>5</sup>. A continuación se presenta el contenido.

La arquitectura regional en Asia-Pacífico en los terrenos comercial, político y de seguridad comenzó a fraguarse en la década de los ochenta del siglo pasado. Sus primeras manifestaciones fueron el Foro de Cooperación Económica de Asia Pacífico (APEC) y el Foro Regional de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN). En lo económico se impuso una arquitectura regional librecambista, incluyente, abarcadora de ambas orillas del Pacífico y en la que Estados Unidos de Norteamérica jugaba un papel impulsor clave. En el ámbito político y de seguridad, la arquitectura regional empezó a construirse teniendo a ASEAN en su centro. La condición de potencias medias de los Estados Miembros de ASEAN les permitía jugar un papel de componedores entre las grandes potencias.

El contexto en el que se empezó a edificar esta arquitectura regional ha cambiado sustancialmente en el último lustro. China se muestra cada vez más asertiva y deseosa de jugar un papel de liderazgo regional, al tiempo que se multiplican las dudas sobre el grado de implicación que Estados Unidos de Norteamérica desea mantener en la región. La decisión del Presidente Trump de retirar a su país del Partenariado Transpacífico en su primer día de mandato no sirvió precisamente para animar a quienes desearían unos Estados Unidos de Norteamérica más involucrados con Asia-Pacífico. Finalmente, varios de los Estados Miembros de ASEAN están en estos momentos más preocupados

---

<sup>5</sup> Subdirector General de Pacífico, Sureste Asiático y Filipinas, Ministerio de Asuntos Exteriores y Cooperación de España.

por cuestiones domésticas que por desarrollar la Comunidad Política y de Seguridad de ASEAN y por reforzar su papel de actor en la escena internacional.

Considero poco probable que China construya una arquitectura regional sinocéntrica a base de imponerse en los foros ya existentes. Me parece más verosímil un escenario en el que China vaya creando foros e instituciones paralelas a las ya existentes. De hecho, ese escenario ya existe.

Tomemos el caso del Banco Asiático de Desarrollo (ADB, por sus siglas en inglés). El Banco se creó en 1966 como parte de la arquitectura de *Bretton Woods*. Desde sus inicios Japón y Estados Unidos de Norteamérica tuvieron un peso preponderante en su dirección: cada uno de ellos posee el 15.6% de las acciones del Banco. En un distante tercer puesto se encuentra China, con el 6.4%. Durante años, China y otras economías emergentes lucharon por la reevaluación de los derechos de voto. La creación del Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras (BAII), entre cuyos miembros precisamente no se cuentan ni Estados Unidos de Norteamérica, ni Japón, ha cambiado la ecuación. Ya no se trata de ver si se aumenta para China la parte del pastel en el ADB, si no de ver cómo se adapta el ADB a la aparición de un nuevo jugador.

Otro ejemplo menos vistoso, pero incluso más instructivo, es el de la Comisión del Río Mekong (CRM). El origen último de la Comisión parte de una iniciativa de Estados Unidos de Norteamérica en tiempos de la Segunda Guerra de Indochina. En su gestación jugaron un papel muy importante las agencias de NNUU y entre los donantes que contribuyen a la misma en la actualidad, tanto financieramente como en asesoramiento técnico, están el ADB. China no forma parte de la Comisión, ni ha mostrado interés en hacerlo.

En 2015, China impulsó la Cooperación Lancang-Mekong (CLM). Algunas características de la CLM, que la distinguen de la CRM, son:

- 1) Se trata de una iniciativa lanzada desde arriba, con criterios políticos antes que técnicos.
- 2) Por el momento carece de estructura institucional o tratado constitutivo.
- 3) Su planteamiento de desarrollo difiere del de otras organizaciones más tradicionales: decisión política, seguida de la implementación de proyectos concretos y, eventualmente en un momento posterior, el establecimiento de una estructura institucional. Todavía está por ver cómo afectará la creación de la CLM a la CRM.

Podrían aducirse otros ejemplos, pero creo que los dos mencionados son lo suficientemente ilustrativos.

La emergencia de una arquitectura regional impulsada por China no implica necesariamente la rivalidad con otros foros e instituciones ya existentes e incluso su erosión, pero indudablemente introduce un nuevo factor que habrá que tener en cuenta. La posibilidad de una colaboración fructífera entre las nuevas instituciones y las antiguas existe. El ADB ha mostrado su disposición para colaborar con el BAI y ya ha habido sendos proyectos en Pakistán y Bangladesh, donde ambos bancos han cooperado. En otros casos como el de la Comisión del Río Mekong, el solapamiento es demasiado grande como para que no exista el riesgo de que la CRM pierda relevancia en favor de la naciente CLM. Una tercera posibilidad, menos probable, es la simple coexistencia entre los foros ya existentes y los nuevos que China está impulsando.

Como quiera que sea, los próximos años serán de acomodo de la arquitectura regional, tanto para dar respuesta al auge de China como para integrar nuevas realidades geopolíticas como la emergencia del concepto de Indo-Pacífico.

**Fuente de información:**

<https://blog.realinstitutoelcano.org/hacia-una-arquitectura-regional-sinocentrica-en-asia-pacifico/>