

---

---

## IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

---

---

### **Por qué la próxima recesión económica mundial puede ser peor que la de 2008 (FEM)**

El 21 de marzo de 2018, el Foro Económico Mundial (FEM), por sus siglas en inglés (WEF) publicó la nota “Por qué la próxima recesión económica mundial puede ser peor que la de 2008”. A continuación se presenta la información.

El tiempo ha pasado pero sus efectos todavía se dejan sentir.

Hace una década empezó la gran recesión económica que partió con las hipotecas basura en Estados Unidos de Norteamérica y terminó con un contagio masivo al resto del mundo, provocando estrepitosas caídas en las bolsas, cierre de empresas, desahucios, desempleo y una ola de rescates bancarios.

El trago fue amargo y la recuperación lenta.

Pero en la actualidad *Wall Street* está marcando máximos históricos. El índice bursátil Dow Jones subió 25.2% el año pasado y el Nasdaq acumuló un alza de 28.3 por ciento.

En medio de la fiesta, en febrero durante varios días la bolsa de Nueva York registró pérdidas que llegaron al 12% en solo dos semanas, un fenómeno que los analistas atribuyeron a una “corrección” del mercado.

No se apagaron las luces, pero esta corrección hizo que muchos se preguntaran cuándo llegará la próxima recesión global y cuáles son los síntomas que podrían anticiparla.

## **Interconexión**

En ese contexto, el término “sincronía”, entendido como la interconexión entre las economías del planeta, se oye cada vez más.

“Cada vez que se ha producido una crisis, hemos visto períodos de sincronía de los ciclos económicos”, le explica a BBC Mundo el economista Lorenzo Ductor, investigador de la Universidad Middlesex de Londres, en Reino Unido.

Utilizando un sofisticado sistema de mediciones, Ductor y Danilo Leiva-León (investigador del Banco Central Español), detectaron que existe un aumento significativo y gradual en la sincronización de los ciclos económicos.

“Ya hemos experimentado el principal riesgo de una estructura financiera unificada con la crisis de 2008. Hoy las grandes empresas, los bancos y las instituciones financieras están altamente interconectados y los *shocks* que afectan a una empresa o a un banco pueden detonar una severa inestabilidad y hasta el colapso de toda una economía”, dice Ductor.

“Este fenómeno se conoce como riesgo sistémico y es una gran amenaza a la estabilidad de la economía mundial”, agrega.

### LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL DE 2008-2009



\*Basado en las 500 mayores empresas cotizadas en la bolsa.  
 FUENTE: BLS, BEA y Universidad de Michigan.

### “Sincronización extrema”

Es justamente la sincronía de los ciclos económicos la onda expansiva que aumenta el riesgo de contagio de la recesión de un país a los demás.

“La economía se ha vuelto más global en la propagación macroeconómica de la volatilidad, Por lo tanto, la próxima recesión global podría afectar a una mayor cantidad de países”, comenta Ductor.

“Yo creo que podría ser peor que la crisis de 2008 en el corto plazo, porque habría más factores para propagar la recesión de un país a otro. Pero también tengo la impresión de que gracias a ciertas medidas que se tomaron en 2014, como la capitalización de los bancos, tardaríamos menos años en recuperarnos”.

“Pienso que la recuperación de una recesión global será más rápida y, por lo tanto, menos severa”, señala el experto.

En la medida en que las economías están más interconectadas por la integración financiera, la mayor apertura comercial y las políticas fiscales (como la deuda de los países), el riesgo de contagio de una recesión aumenta.

“Observamos diariamente que hay una sincronización extrema; lo que ocurre un día en Estados Unidos de Norteamérica, se propaga inmediatamente al resto de los mercados”, dice Ductor.

“Lo difícil es diseñar políticas óptimas que amplifiquen los efectos positivos de la apertura comercial y, al mismo tiempo, prevengan los efectos negativos de mercados altamente interrelacionados”, concluye.

**Fuente de información:**

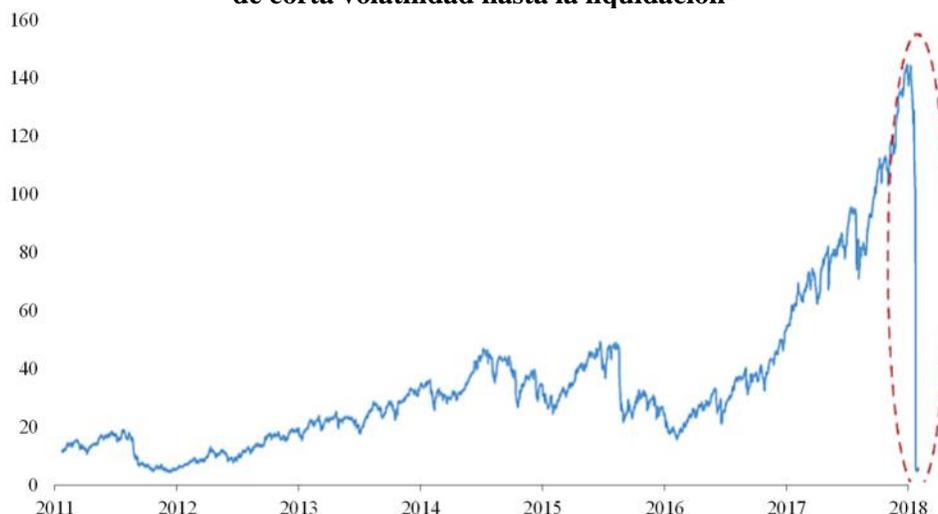
<https://www.weforum.org/es/agenda/2018/03/por-que-la-proxima-recesion-economica-mundial-puede-ser-peor-que-la-de-2008>

### **Cuidado con la fragilidad de la economía global (FEM)**

El 23 de marzo del 2018, el Foro Económico Mundial (FEM) publicó la nota “Cuidado con la fragilidad de la economía global”. A continuación se presenta la información.

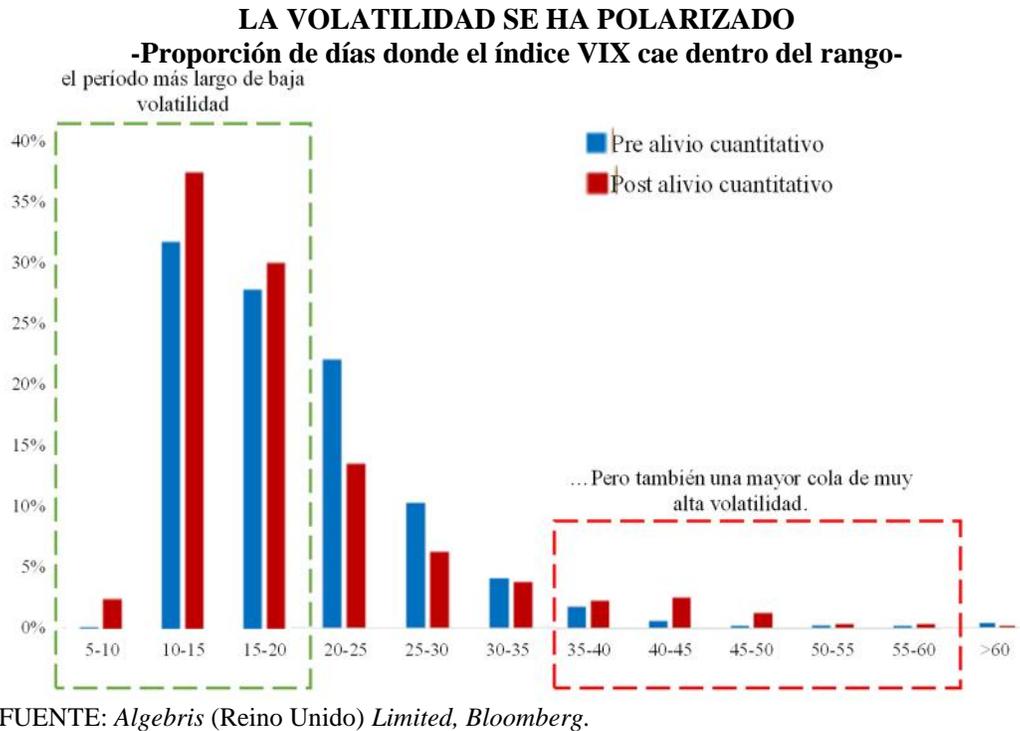
El alivio cuantitativo (QE, *quantitative easy*) nos salvó del colapso de 2008 y dio inicio a una recuperación, pero también alentó la acumulación de un riesgo unilateral en el sistema financiero. ¿Están los mercados y la economía listos para las consecuencias?

**FEBRERO 2018 “VOL SHOCK”**  
**-Rendimientos históricos del desempeño del índice ENT XIV**  
**de corta volatilidad hasta la liquidación-**



FUENTE: *Algebris (Reino Unido) Limited, Bloomberg.*

El repentino aumento de la volatilidad en febrero pasado muestra que, a pesar del fuerte crecimiento, los mercados financieros siguen siendo vulnerables. Desde 2008, hemos experimentado siete bloqueos repentinos seguidos de recuperaciones repentinas. La volatilidad se ha vuelto binaria y los mercados oscilan entre períodos de *shock* y calma. Mientras que el *índice VIX*, que mide la expectativa de volatilidad del mercado accionario, se ha negociado a una mediana de 16 desde el alivio cuantitativo, frente a 18 anteriores, los picos de volatilidad se han vuelto el doble de frecuentes. Esto es equivalente a cambiar la lluvia estable y llovizna en la ciudad de Londres por un clima soleado, pero con más huracanes.

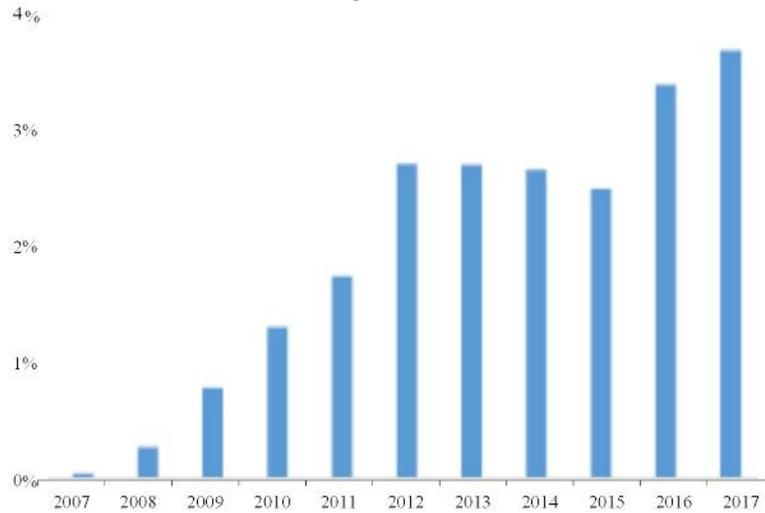


A medida que los banqueros centrales intentan normalizar la política, el riesgo es un colapso de *carry trade* en los mercados financieros, donde un inversor toma prestado a una tasa de interés baja para invertir en algo que promete un alto rendimiento, con un efecto negativo en la economía.

Los bancos centrales compraron 21 billones de dólares en deuda pública a nivel mundial desde 2008, lo que empujó a los inversionistas a buscar rendimientos en los mercados más riesgosos. El resultado es una pirámide de comercios dependiente de tasas de interés estables: 12 billones de dólares de deuda pública rinden menos del 1% y el rendimiento de 11 billones de dólares de deuda corporativa se está acercando a un mínimo histórico. A medida que los flujos de efectivo y las tasas de crecimiento se descuentan a tasas cercanas a cero, 8 billones de dólares de dividendos altos y acciones de crecimiento cotizan a valoraciones récord. En la parte superior de la pirámide hay estrategias que apuestan a la volatilidad estable y las correlaciones de activos, que suman un total de hasta 2 billones de dólares, de acuerdo con nuestras estimaciones.

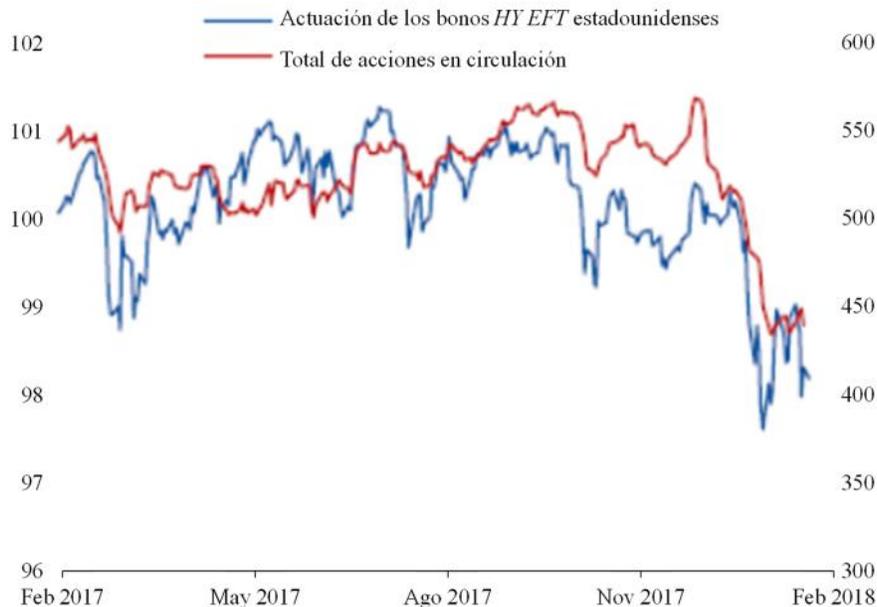
Mientras que los *carry trade* han florecido, la arquitectura de los mercados financieros se ha vuelto cada vez más frágil. En 1976, el economista Hyman Minsky escribió que una crisis puede desarrollarse cuando las estructuras financieras amplifican en lugar de amortiguar un *shock* inicial. Hoy, podemos identificar una serie de ciclos de retroalimentación negativa en estrategias que usan apalancamiento, compran activos líquidos o poseen un gran porcentaje de su clase de activos. Un fondo negociado en la bolsa (ETF) de un banco emite acciones cotizadas, pero toma entre 30 y 60 días liquidar una venta de préstamo en el mercado secundario. También hay un impacto sistémico. Los ETF poseen el 3.9% de los bonos de alto rendimiento de los Estados Unidos de Norteamérica. Más que el inventario de todos los agentes de bolsa reunidos. Las estrategias pasivas y el comercio cuantitativo en conjunto representan el 60% de los activos de capital, de acuerdo con la investigación de JP Morgan. Con una regulación bancaria más estricta que limita el espacio para que las mesas de negociación absorban el riesgo, los mercados pueden verse atrapados en violentos vientos cruzados cuando se desenredan las estrategias pasivas.

**LA PARTICIPACIÓN DE MERCADO DE LOS *ETF*s CRECE**  
**-Los *ETF*s HY estadounidenses como % de los bonos HY más importante-**



FUENTE: *J.P Morgan, Lipper FMI.*

**EL BAJO RENDIMIENTO DE LOS *ETF* CONDUCE A SALIDAS**



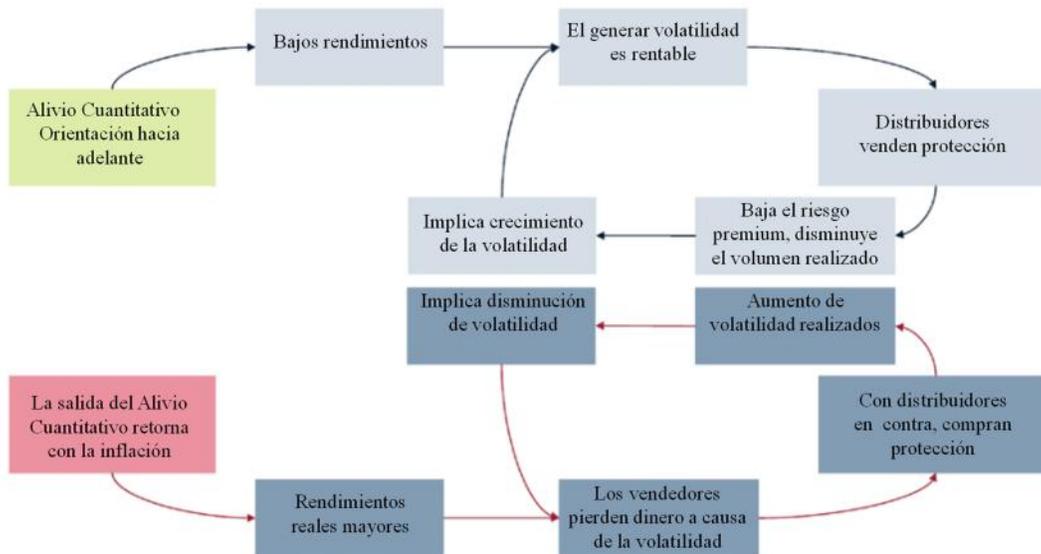
FUENTE: *Algebris (Reino Unido) Limited, Bloomberg, ETFs used are JNK and HYG.*

En la liquidación de febrero, los *ETF* de bonos basura perdieron alrededor del 13% de sus acciones en circulación. Al igual que los reembolsos instantáneos, éstos obligan a

los ETF a vender bonos en el mercado secundario para canjear acciones, acelerando una venta masiva. Como los inversionistas saben esto, se les puede alentar a vender, como escribió el Banco de Pagos Internacionales en un informe el domingo pasado:

“La estructura única de los ETF podría permitir, o incluso alentar, un comportamiento de inversión menos estable por parte de los propietarios de estos productos”. Las estrategias de volatilidad corta actúan de manera similar: vendiendo volatilidad y opciones de venta en los buenos tiempos, compran la caída, manteniendo las acciones y el crédito dentro de un rango estrecho. La menor volatilidad, a su vez, genera ganancias para tales transacciones y alienta a más inversionistas a acumular las mismas estrategias. En una venta masiva, sin embargo, el mecanismo funciona al revés y agrava la venta masiva.

**VOLATILIDAD CORTA: UN CIRCUITO DE RETOALIMENTACIÓN**

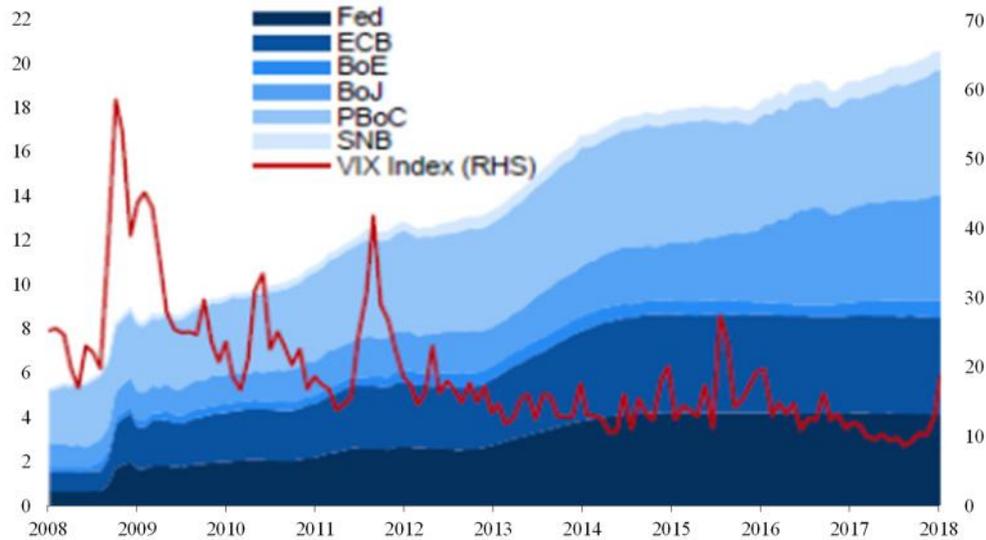


FUENTE. *Algebris (Reino Unido) Limited.*

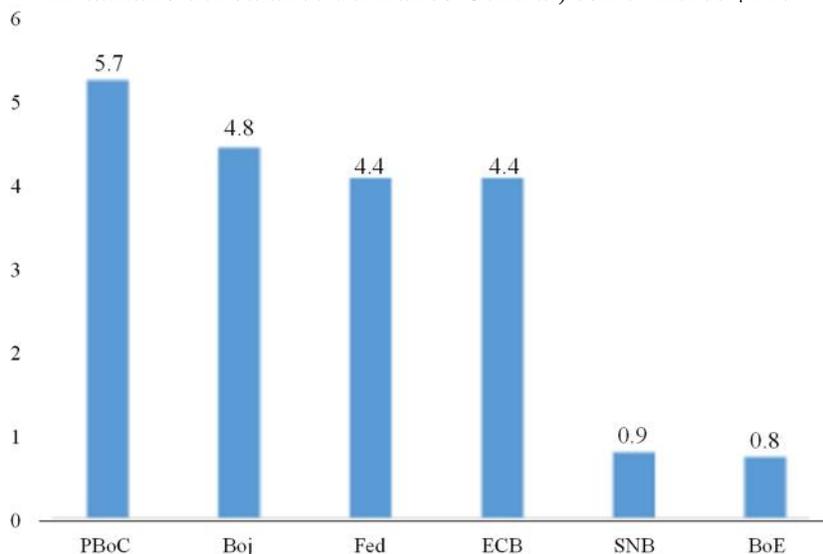
El resultado es una mayor fragilidad: si un choque repentino puede paralizar los mercados durante una expansión global, ¿qué sucederá en una recesión? ¿Y la fragilidad del mercado financiero puede traducirse en volatilidad económica?

### EL ALIVIO CUANTITATIVO GLOBAL HA AMORTIGUADO LA VOLATILIDAD

-El tamaño del balance del Banco Central con los índices \$TN vs VIX-



FUENTE: *Algebris (Reino Unido) Limited, Bloomberg.*

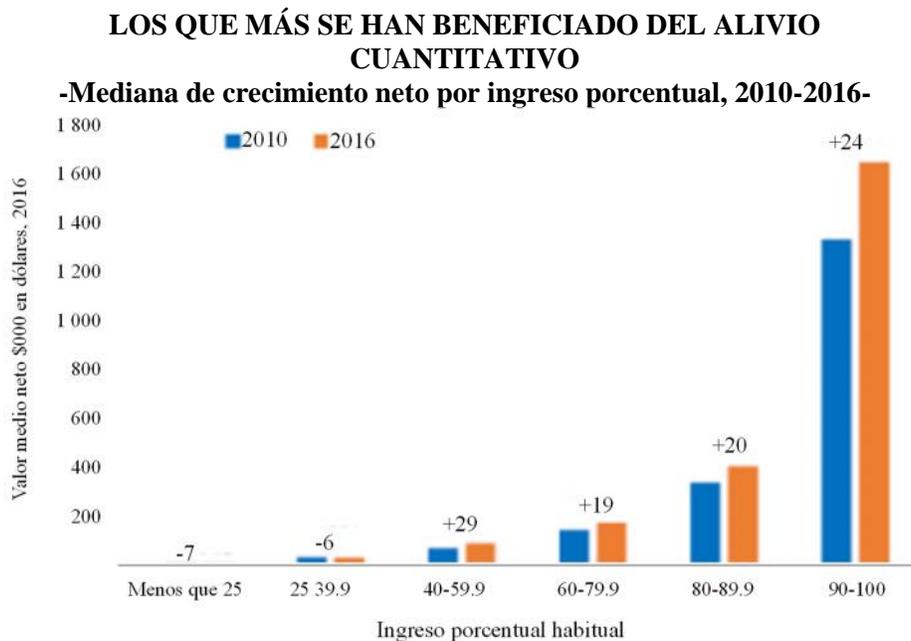
**BoJ Y ECB TIENE EL FOLCLOR GLOBAL DEL ALIVIO CUANTITATIVO****-El tamaño del balance del Banco Central, con el índice \$TN-**FUENTE: *Algebris (Reino Unido) Limited, Bloomberg.*

Si bien la Reserva Federal está normalizando las tasas de interés, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón siguen siendo el punto de apoyo para los balances de los bancos centrales que representan la mitad de los activos globales de QE. Esto significa que será más difícil para ellos salir sin choques. A su vez, los *shocks* financieros pueden dañar el crecimiento, posiblemente a través de tres canales de contagio.

En primer lugar, si QE funcionara a través de un efecto riqueza sobre los precios de los activos y el consumo, la caída de los mercados podría revertirlo. En los Estados Unidos de Norteamérica, el 10% superior de los ingresos representa una cuarta parte del gasto nacional de los consumidores, según la Oficina de Estadísticas Laborales. Este es también el grupo de personas que vieron su riqueza neta crecer 24% entre 2010-2016, gracias al aumento de los precios de los activos, mientras que el 40% inferior de los generadores experimentaron una disminución en la riqueza neta en el mismo período. En otras palabras, la distribución del ingreso y la riqueza se ha polarizado cada vez más, lo que hace que el consumo interno sea vulnerable a la caída del mercado financiero.

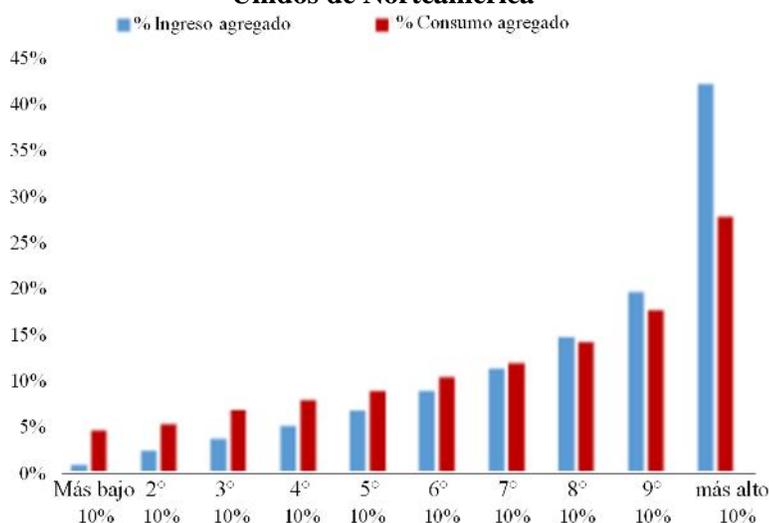
En segundo lugar, la política monetaria fácil ha reducido los costos de financiación para las empresas, pero también ha mantenido vivas a las "compañías zombis", en lugar de tener que reestructurarlas. Esta cola débil de corporaciones es susceptible a un fuerte aumento en los rendimientos de los bonos: los riesgos de incumplimiento aumentarían sustancialmente si el rendimiento del Tesoro a cinco años está cerca del 3% y los diferenciales de alto rendimiento están por encima de los 500 pb, según la investigación de UBS.

En tercer lugar, las condiciones financieras más restrictivas y volátiles tienden a desalentar las inversiones y a frenar las ventas, lo que a su vez perjudica el crecimiento. Como lo sugiere la investigación de la Fed de San Luis, la inversión corporativa en 1990-2015 en promedio cayó más del 10% cuando las condiciones financieras eran malas, mientras que el crecimiento de las ventas también se estancó. El deterioro de la inversión y las ventas es especialmente pronunciado para las empresas con alta dependencia del financiamiento externo.



FUENTE: *Algebris (Reino Unido) Limited, Bloomberg.*

**LOS PRINCIPALES PERCEPTORES DE INGRESO  
CONTRIBUYEN MÁS AL CONSUMO**  
-La participación del gasto agregado y distribución de Estados  
Unidos de Norteamérica-



FUENTE: *Algebris* (Reino Unido) *Limited*, (Estados Unidos de Norteamérica) Encuesta de Gastos de los Consumidores 2016.

Desde la crisis, los reguladores se han centrado en el capital bancario para evitar que vuelva a ocurrir, mientras que las medidas macroprudenciales han pasado por alto los riesgos del mercado.

Para construir un mercado antifrágil, los reguladores deben alentar la diversidad y los incentivos a largo plazo entre los inversionistas, prevenir circuitos de retroalimentación negativa y promover instrumentos que actúen como interruptores en una crisis, como capital bancario convertible para bancos y deuda vinculada al crecimiento para soberanos. Sin estas medidas, el riesgo de eventos finales seguirá siendo alto, y la probabilidad de una normalización total de la política es baja. Los inversionistas deben prepararse para los huracanes mientras el sol todavía está afuera.

**Fuente de información:**

<https://www.weforum.org/agenda/2018/03/hurricanes-while-the-sun-shines-how-to-survive-the-age-of-financial-fragility>

## **Las cicatrices económicas de las crisis y las recesiones (FMI)**

El 29 de marzo de 2018, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó la nota “Las cicatrices económicas de las crisis y las recesiones”. La información se presenta a continuación.

Las recesiones económicas suelen describirse como cortos períodos de crecimiento económico negativo. Según la perspectiva tradicional del ciclo económico, el producto se mueve por encima o por debajo de su tendencia ascendente a largo plazo y, tras una recesión, recupera su tendencia anterior a la recesión. Nuestro nuevo estudio cuestiona esta perspectiva tradicional y muestra que todos los tipos de recesión, incluidas aquellas generadas por *shocks* externos y por pequeños errores en la política macroeconómica interna, provocan pérdidas permanentes en el producto y el bienestar.

Casi una década después de que la crisis financiera mundial se transformara en la Gran Recesión, la economía mundial por fin parece encontrarse a punto de crecer de forma sólida. Sin embargo, hasta hace poco, el crecimiento económico se situaba por debajo de la recuperación dinámica prevista por quienes apoyan la teoría tradicional del ciclo económico.

Algunos investigadores han apuntado a las tendencias demográficas y a otros factores específicos de Estados Unidos de Norteamérica como causas del débil crecimiento observado desde la crisis. Pero estas explicaciones ignoran que la evolución del producto en el período posterior a la crisis ha seguido un patrón similar en otros países.

En un documento publicado en 2008, en el que utilizamos una muestra de 190 países, demostramos que las crisis financieras y políticas tienen costos económicos permanentes en el largo plazo en términos de producto sacrificado. De media, la magnitud de la pérdida permanente de producto es de en torno al 5% para las crisis de

balanza de pagos, al 10% en el caso de las crisis bancarias y al 15% en las crisis gemelas.

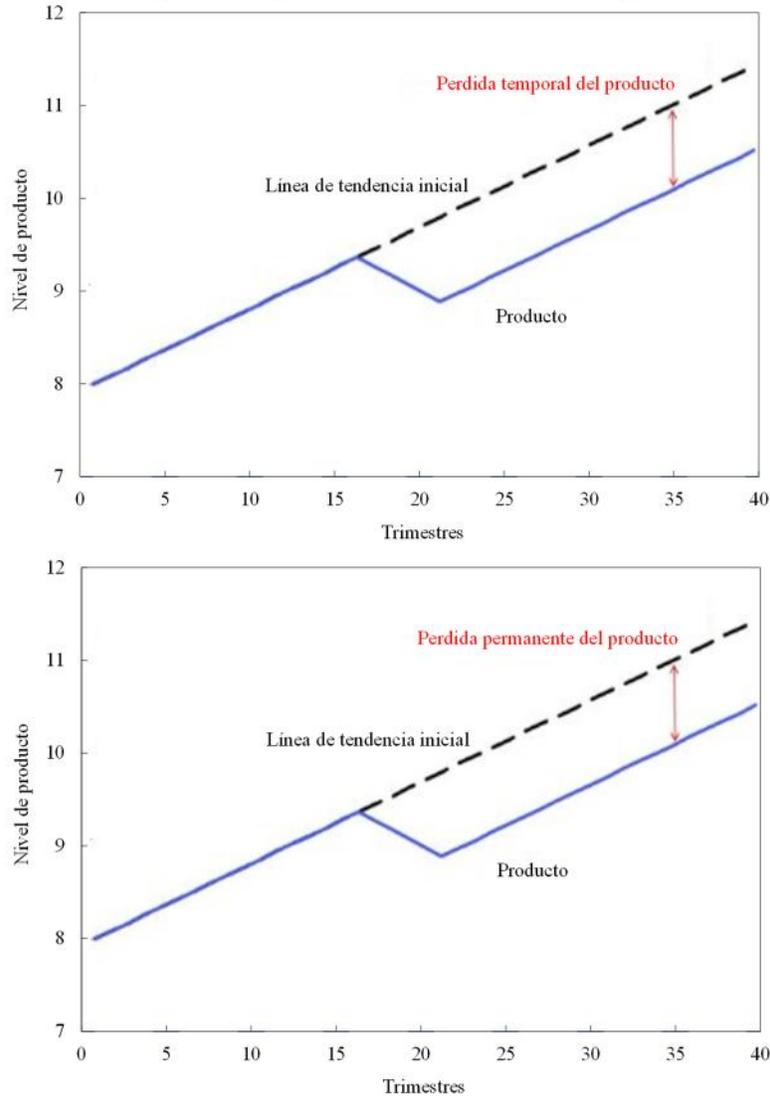
En nuestras conclusiones anteriores, señalábamos que el daño irreparable en el producto no se limita a las crisis financieras y políticas. Utilizando datos actualizados de 1974 a 2012, confirmamos estas conclusiones. Todos los tipos de recesión, en promedio, provocan pérdidas permanentes en el producto. También, en contra de la creencia popular, demostramos que los países no suelen experimentar auges en el crecimiento antes de las crisis y las recesiones.

### **Un desafío a la perspectiva tradicional**

En la perspectiva tradicional del ciclo económico, una recesión consiste en un descenso temporal del producto por debajo de su línea de tendencia, seguido de un rápido repunte del producto para volver a su línea de tendencia inicial ascendente durante la fase de recuperación (véase la gráfica, panel superior). Por el contrario, nuestros datos sugieren que durante una recuperación, el crecimiento solo vuelve a su tasa de expansión a largo plazo, sin que se produzca un retorno a los niveles elevados de crecimiento hasta la tendencia inicial (véase la gráfica, panel inferior). En otras palabras, las recesiones pueden causar cicatrices económicas permanentes.

**NO HAY RETORNO**

Los datos históricos muestran que todos los tipos de recesión provocan pérdidas permanentes en el producto



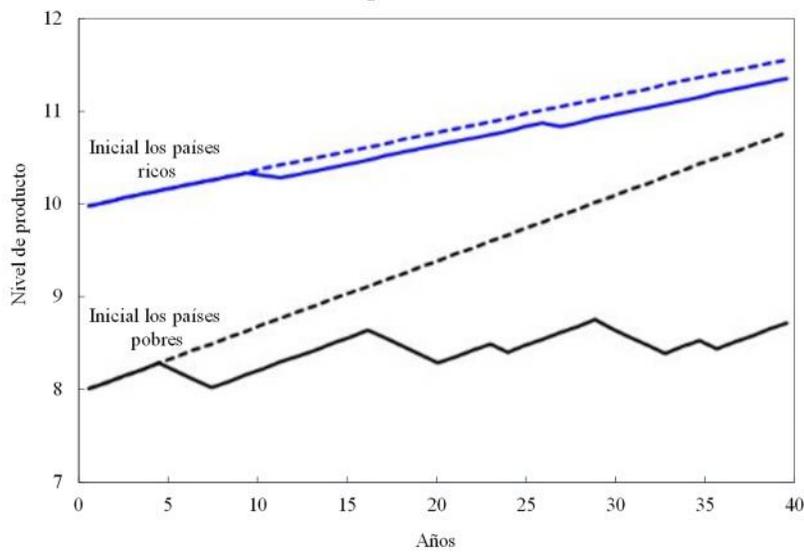
FUENTE: Cálculos de las autoras.

**Desarrollo económico**

Estas cicatrices económicas provocadas por las recesiones y las crisis tienen también consecuencias dramáticas en el largo plazo. Según la teoría tradicional, los países pobres deberían alcanzar los niveles de renta de los países ricos (véanse las líneas de

puntos en la siguiente gráfica) ya que cada dólar invertido tendría un mayor efecto. Sin embargo, los datos históricos contradicen esta teoría. Al contrario, la renta de los países pobres ha caído y se encuentra a una distancia cada vez mayor. Nuestro nuevo modelo explica una razón clave por la que esto sucede. Los países pobres sufren recesiones y crisis más profundas y con más frecuencia, y en cada una de ellas sufren pérdidas permanentes de producto y pierden terreno (líneas continuas en la siguiente gráfica).

**NUEVO MODELO DE DESARROLLO ECONÓMICO**  
**Las crisis y las recesiones impiden que los países pobres alcancen a los países ricos**



FUENTE: Cálculos de las autoras.

**Una revisión de la brecha del producto**

¿Qué implicaciones tiene este nuevo modelo de ciclo económico para la política económica?

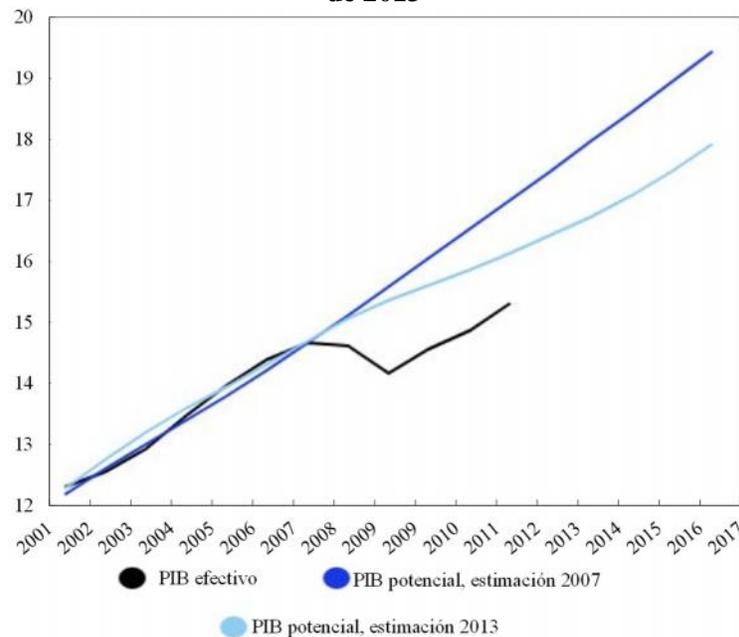
Para empezar, es necesario revisar tanto el concepto como la medida de la brecha del producto de forma que los responsables de la formulación de políticas cuenten con una lectura acertada de la economía.

El producto potencial es la tendencia a largo plazo del producto, mientras que la —brecha del producto— refleja la desviación entre el producto efectivo y el producto potencial o la posición en el —ciclo—. Pero, teóricamente, si los *shocks* sobre el crecimiento producen cambios permanentes en la tendencia del producto, entonces no existe diferencia entre el producto efectivo y el producto potencial y, por tanto, no existen los -ciclos- económicos.

Suavizar la trayectoria del producto efectivo para estimar el producto potencial genera falsos ciclos y revisiones permanentes de las estimaciones del producto potencial. Por ejemplo, en Estados Unidos de Norteamérica se ha revisado a la baja de forma permanente la trayectoria estimada del producto potencial y se ha cerrado así la brecha del producto de los últimos años. Pero han sido las estimaciones del PIB potencial las que se han revisado a la baja hasta llegar al PIB efectivo, y no al revés.

#### REVISIÓN A LA BAJA

**El producto potencial de Estados Unidos de Norteamérica fue revisado a la baja después de que el producto cayera de forma pronunciada durante la crisis financiera -PIB de Estados Unidos de Norteamérica, billones, dólares de 2013-**



FUENTE: Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés).

Estas revisiones y cierres de las brechas del producto se deben, en parte, solo a problemas de medición. Al incluir los años con un producto más bajo tras la crisis, el PIB potencial (la tendencia medida) se reduce de forma automática, con un consiguiente cambio drástico en nuestra perspectiva de la historia. Obtenemos ahora brechas del producto muy positivas (cuando el producto efectivo está por encima del potencial) en la mayoría de los países avanzados que se encontraban al borde de la crisis en 2007, incluso aunque en ese momento no existían indicios de sobrecalentamiento.

### **Prevención y respuesta a las crisis y recesiones**

El nuevo modelo de ciclo económico sugiere que debemos ser más conservadores a la hora de realizar predicciones sobre el crecimiento después de las recesiones. También tenemos que evitar utilizar medidas de la brecha del producto que sean engañosas e irregulares con el paso del tiempo.

Es necesario orientar las políticas económicas a evitar crisis y recesiones graves y a responder a las mismas con los estímulos y las medidas de protección adecuadas. Las mejores opciones para empezar son las políticas económicas sostenibles y las regulaciones financieras que recogen la asunción de riesgos excesivos. Si estas políticas no son suficientes, los bancos centrales tendrán que incluir en sus análisis y decisiones los riesgos para la estabilidad financiera. Las reservas en moneda extranjera también pueden ayudar a protegerse frente a las pérdidas provocadas por *shocks* externos.

**Fuente de información:**

<https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=8956>

**La Directora Gerente del FMI, insta a los países del G-20 a aplicar políticas que fomenten un crecimiento más resiliente y de base más amplia (FMI)**

El 20 de marzo de 2018, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó la nota “La Directora Gerente del FMI insta a los países del G-20 a aplicar políticas que fomenten un crecimiento más resiliente y de base más amplia”. A continuación se presenta la información.

La Directora Gerente del FMI realizó la siguiente declaración tras la conclusión de la reunión de ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del Grupo de los Veinte (G-20) en Buenos Aires, Argentina:

“Al concluir esta reunión de ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del G-20 —la primera bajo el liderazgo de Argentina— la recuperación económica mundial ha seguido ganando fuerza y la dinámica de crecimiento se observa ya en más del 80% del PIB total del G-20. Esto es sumamente positivo para crear empleo y margen de maniobra para llevar a cabo importantes reformas. Como ya he dicho anteriormente, el mejor momento para reparar el tejado es cuando brilla el sol.

“La reforma es aún más importante porque los factores cíclicos que impulsan el crecimiento actual en un momento dado se debilitarán y las perspectivas a mediano plazo siguen siendo poco sólidas, especialmente en las economías avanzadas. Más allá del corto plazo, los riesgos siguen acumulándose —por ejemplo, los niveles de deuda son elevados en las economías avanzadas y continúan aumentando en muchos países de mercados emergentes y de bajo ingreso, y persisten los desequilibrios mundiales— y podrían verse exacerbados por la combinación de políticas en algunas de las principales economías.

“En mis deliberaciones durante los últimos dos días, he hecho hincapié en que ahora es el momento de aplicar reformas para fomentar un crecimiento más sólido, sostenible, equilibrado e inclusivo. Me sumé a otros al reiterar que hemos de evitar la aplicación de políticas de repliegue y, en cambio, trabajar conjuntamente para reducir las barreras comerciales y resolver los desacuerdos comerciales sin tener que recurrir a medidas excepcionales.

“También subrayé la importancia de abordar la acumulación de deuda en los sectores público y privado, tras un largo período de condiciones financieras favorables. Esto genera factores de vulnerabilidad financiera, especialmente a medida que se endurezcan las condiciones monetarias. A fin de mitigar estos riesgos, los países deberían aprovechar la dinámica actual para acumular reservas fiscales —creando un mayor margen de maniobra para cuando llegue la desaceleración— y aplicar activamente las políticas macro y microprudenciales. La flexibilidad del tipo de cambio puede ayudar a mitigar los *shocks* externos.

“Celebro la decisión del G-20 de mantener una constante vigilancia de la evolución de los flujos de capitales y el llamamiento del Grupo a mejorar la transparencia de la deuda en los países de bajo ingreso tanto por parte de los deudores como de los acreedores. El FMI espera con gran interés contribuir a estos importantes temas de trabajo, entre otros.

“Nuestras deliberaciones en Buenos Aires se centraron en una variedad de otras cuestiones que son esenciales para elevar la productividad y fomentar un crecimiento más resiliente y de base más amplia. Entre ellas, el futuro del trabajo, en vista de los rápidos avances tecnológicos; los desafíos en el ámbito de la tributación internacional, particularmente los relacionados con la digitalización y la transparencia; las oportunidades y desafíos que plantean la tecnología financiera (*fintech*) y los criptoactivos, y los esfuerzos por cerrar la brecha mundial de infraestructura.

“En todas estas esferas, la cooperación internacional es esencial. El FMI, por ejemplo, está trabajando con otras instituciones a través de la Plataforma de Colaboración en Materia Tributaria para ayudar a los países en desarrollo a movilizar ingresos fiscales a fin de alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible. También me alienta que los ministros y gobernadores del G-20 hayan reafirmado su compromiso de que el FMI siga siendo una institución sólida, con una dotación adecuada de recursos y basada en cuotas, con el fin de preservar su función central en la red de seguridad financiera mundial.

“Por último, desearía agradecer a las autoridades argentinas por su excelente organización y eficaz liderazgo de esta reunión del G-20. Celebro las contundentes reformas aplicadas por el Presidente Macri durante los primeros años de su mandato para abordar los desequilibrios económicos y reintegrar a Argentina en el sistema financiero y monetario mundial. Aguardo con mucho interés la oportunidad de volver a Argentina para las próximas reuniones del G-20 en julio y noviembre.”

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/es/News/Articles/2018/03/20/pr1896-imf-lagarde-calls-for-g20-policies-to-make-growth-more-resilient-and-more-widely-shared>

**Christine Lagarde: Medidas de política para Sostener el crecimiento y prevenir los riesgos (FEM)**

El 21 de marzo de 2018, el Foro Económico Mundial (FEM) por sus siglas en inglés (WEF), publicó la nota “Christine Lagarde: Medidas de política para sostener el crecimiento y prevenir los riesgos”. A continuación se presenta la información.

Cuando los ministros de Hacienda y gobernadores de los bancos centrales del G-20 se reunieron el pasado mes de octubre, se respiraba una sensación de optimismo en torno

a la recuperación de la economía mundial y la oportunidad de aplicar reformas muy necesarias.

La próxima semana, cuando vuelvan a reunirse en Buenos Aires, centrarán su labor en las políticas necesarias para proteger esta recuperación de los riesgos a la baja y respaldar el crecimiento en el futuro.

Lo bueno es que la dinámica de crecimiento ha seguido ganando fuerza y se observa ya en tres cuartas partes de la economía mundial.

Pero, aunque sigue brillando el sol en la economía mundial, se ven más nubes en el horizonte. Es el caso de la creciente preocupación por las tensiones comerciales, el aumento de la volatilidad que han experimentado los mercados financieros en los últimos tiempos y la mayor incertidumbre geopolítica.

Además, el repunte que se esperaba para 2018 y 2019 terminará perdiendo fuerza, por lo cual las perspectivas a mediano plazo serán complicadas en muchos países, sobre todo en las economías avanzadas.

Por esta razón, los países deben aplicar políticas para prevenir los riesgos a la baja, reforzar su capacidad de resistencia y promover un crecimiento a mediano plazo beneficioso para todos. Ha llegado el momento de adoptar medidas de política audaces y sacar el máximo provecho de este período de crecimiento mundial.

### **Perspectivas mundiales**

En enero, el Fondo Monetario Internacional (FMI) mejoró sus previsiones para el Producto Interno Bruto (PIB) mundial hasta el 3.9% para 2018 y 2019.

¿Qué hay detrás de esta dinámica? Sobre todo, factores cíclicos: el crecimiento mundial se ha visto impulsado por la sorprendente fuerza de la inversión y el comercio, y el dinero y el crédito siguen fluyendo con facilidad tanto a nivel nacional como internacional.

Este año y el próximo, se espera que las economías avanzadas registren un crecimiento superior al de su potencial a mediano plazo, que sigue siendo débil. Según las proyecciones, en los países emergentes y en desarrollo el crecimiento seguirá fortaleciéndose a corto plazo, respaldado por la ligera mejora de las perspectivas en los países exportadores de materias primas.

Así que, efectivamente, la actual dinámica mundial se mantiene sólida. Y sí, hay medidas concretas que deberíamos adoptar para asegurarnos de que sigue así.

## ECONOMÍAS DE MERCADOS EMERGENTES EN 2018

### Economías de Mercados Emergentes en 2018

Un aumento de precios en los productos básicos, un crecimiento mundial resiliente y políticas monetarias flexibles impulsaron la actividad económica.



FUENTE: *Focus Economics*.

Se destacarán cinco prioridades:

### 1. Evitar el proteccionismo

Las autoridades responsables de la política económica deben trabajar juntas de forma constructiva para reducir las barreras comerciales y resolver los desacuerdos sin tener que recurrir a medidas excepcionales. Deberían asegurarse de que los derechos de importación anunciados recientemente por Estados Unidos de Norteamérica no se traduzcan en un aumento generalizado de las medidas proteccionistas. Sin duda, la historia económica demuestra que las guerras comerciales no solo perjudican al crecimiento mundial, sino que son imposibles de ganar.

Sabemos que los derechos de importación pueden provocar considerables daños auto infligidos, incluso si los socios comerciales no contraatacan con sus propios aranceles.

Sabemos también que el proteccionismo es pernicioso, porque causa estragos sobre todo entre los consumidores más pobres, que compran productos importados de precio relativamente más bajo. Dicho de otro modo, perjudicar al comercio es malo para la economía y para las personas.

Asimismo, crear nuevos obstáculos al comercio no es forma de abordar los desequilibrios económicos mundiales, sino que es fundamental hacerlo con medidas fiscales. Entre ellas están reducir el déficit en Estados Unidos de Norteamérica para que la deuda pública tome una senda sostenible y reforzar la inversión en infraestructura y educación en Alemania.

Además, es importante que quienes se ven afectados negativamente por la globalización y los avances tecnológicos reciban un mayor apoyo, para que puedan invertir en sus competencias y optar a trabajos de mayor calidad.

## **2. Prevenir los riesgos financieros**

Para prevenir los riesgos a la baja es necesario abordar también la acumulación de deuda en los sectores público y privado tras un largo período de condiciones financieras favorables.

De media, el nivel de deuda pública de las economías avanzadas del G-20 se ha situado en el 114%. A escala mundial, el nivel de deuda de soberanos, empresas y hogares registra máximos históricos.

Esto genera vulnerabilidades financieras. Imaginemos un escenario en el que coinciden un aumento inesperado de la inflación y un endurecimiento repentino de las condiciones financieras mundiales. Estos cambios podrían provocar correcciones en los mercados financieros, preocupación por la sostenibilidad de la deuda y reversiones de los flujos de capital en los mercados emergentes.

A fin de mitigar estos riesgos, los países deberían aprovechar la dinámica actual para acumular reservas fiscales (creando un mayor margen de maniobra para cuando llegue la desaceleración) y aplicar activamente las políticas macro y microprudenciales. En las economías emergentes, la flexibilidad del tipo de cambio puede ayudar a mitigar los shocks externos.

### **3. Acelerar las reformas económicas**

A pesar de estar centradas en proteger la actual recuperación, las autoridades responsables de la política económica deben fomentar también un crecimiento a mediano plazo más fuerte y de base más amplia.

Dar impulso al crecimiento es importante sobre todo para las economías avanzadas del G-20. El año pasado, su PIB se situó, de media, un 15% por debajo de la línea de tendencia de antes de la crisis de 2008, mientras que los países de mercados emergentes se mantuvieron cercanos a esta línea.

Es decir, estas economías avanzadas necesitan un incremento sostenido del crecimiento, que vaya mucho más allá de la recuperación actual.

Para elevar la productividad y el crecimiento potencial, los países pueden dar un nuevo impulso a las reformas, sobre todo en los mercados laborales.

Por ejemplo, los países del G-20 se han comprometido a reducir la brecha de la tasa de participación en la fuerza laboral entre hombres y mujeres en un 25% antes del año 2025, lo cual permitiría crear aproximadamente 100 millones de puestos de trabajo nuevos. Para alcanzar este objetivo, algunos países deberán intensificar sus esfuerzos, mientras que otros (como Alemania, Australia, Brasil, Japón y el Reino Unido) registran ya avances significativos.

Estas y otras reformas de gran calado son más contundentes y fáciles de aplicar cuando la economía goza de mejor salud. En otras palabras: es el momento.

#### **4. Fomentar un crecimiento más inclusivo**

Para que el crecimiento sea más sostenible, tiene que ser más inclusivo. Es prioritario dar forma al futuro del trabajo para que beneficie a todos los ciudadanos. Por ejemplo, una iniciativa canadiense reciente demostró que la capacitación práctica en el trabajo puede resultar más eficaz que la enseñanza presencial. Ahora más que nunca, es importante reducir la brecha de capacitación, porque la revolución digital está transformando los puestos de trabajo y las industrias. McKinsey calcula que 375 millones de trabajadores, lo que equivale al 14% de la fuerza laboral mundial, podría correr el riesgo de perder su trabajo antes de 2030.

Nadie sabe con seguridad qué nos depara el futuro, pero parece evidente que vamos a necesitar medidas de política.

Por ejemplo, nuevos análisis del FMI indican que sí es posible lograr un reparto más amplio de los beneficios de la innovación tecnológica, ajustando impuestos y prestaciones e incrementando el gasto público en educación y capacitación.

#### **5. Reforzar la cooperación internacional**

Es indispensable trabajar conjuntamente para garantizar un crecimiento fuerte, sostenible, equilibrado e inclusivo. El comercio, la competencia tributaria, el cambio climático, la lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo... la lista de ámbitos que requieren una mayor y no menor cooperación internacional es larga. Si me lo permiten, quiero resaltar dos aspectos:

Debemos trabajar conjuntamente para ayudar a abordar el incremento de las vulnerabilidades de la deuda en países de bajo ingreso. El nivel de deuda pública medio de los países se incrementó hasta el 47% el año pasado, mientras que en 2013 se situaba en el 33%. Los países que afrontan cargas de la deuda externa deben actuar con celeridad para contener la acumulación de deuda y recurrir en mayor medida a generar ingreso nacional para satisfacer las necesidades de financiamiento del desarrollo. En caso necesario, los acreedores oficiales bilaterales deberían elaborar planes de participación en operaciones de reestructuración de la deuda y compartir información con otros acreedores. Asimismo, hay margen para el desarrollo de principios reguladores internacionales en materia de criptoactivos, por ejemplo, para las ofertas iniciales de monedas. El objetivo debe ser aprovechar el potencial de la tecnología subyacente y, a la vez, garantizar la estabilidad financiera y mitigar los riesgos que se derivan del lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo.

El G-20 puede ejercer su liderazgo en todos estos frentes y, en el proceso, garantizar también la recuperación y fomentar un crecimiento compartido por todos.

**Fuente de información:**

<https://www.weforum.org/es/agenda/2018/03/christine-lagarde-medidas-de-politica-para-sostener-el-crecimiento-y-prevenir-los-riesgos>

### **Recuperar la ética en la economía (FMI)**

En marzo de 2018, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en su revista trimestral de *Finanzas & Desarrollo* la nota “Recuperar la ética en la economía”. A continuación se presenta la información.

El paradigma económico dominante se enfrenta a una crisis de legitimidad. Varias son las dimensiones de esta caída en desgracia: el aumento de la desigualdad y la inseguridad económica, el penoso recuerdo de la crisis financiera mundial y la

impunidad de los que la provocaron y un modelo de globalización que favorece a las grandes empresas y élites financieras. Sobre ello se cierne el fantasma del cambio climático. Estas deficiencias socavan la confianza en las instituciones nacionales y mundiales, y provocan un rechazo que se manifiesta en tendencias aislacionistas y extremistas.

Los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), adoptados en 2015 por 193 países bajo los auspicios de las Naciones Unidas (ONU), ofrecen una respuesta a estos desafíos. Los ODS se basan en que el progreso económico debe medirse con referencia a la inclusión social y la sostenibilidad medioambiental. La idea implícita es que los mercados por sí solos no pueden resolver estos problemas, y que es necesaria la cooperación de los países a nivel mundial y de los interlocutores sociales a nivel nacional.

Este giro requiere una seria reflexión sobre los fundamentos éticos de la economía moderna. Esta conclusión puede llegar a sorprender; después de todo, la economía neoclásica creó una fuerte distinción entre lo positivo y lo normativo, entre los hechos y los valores. Pero no es posible separar los valores de la reflexión económica. Además, la economía propone respuestas concretas a las grandes cuestiones que plantea la filosofía moral: la naturaleza del ser humano, el propósito u objetivo en la vida y la forma correcta de actuar en distintas circunstancias.

En mi opinión, estas respuestas no son adecuadas. El paradigma ético de la economía neoclásica se centra en el *homo economicus*, que busca, motivado por su propio interés, la maximización de unas preferencias materiales subjetivas, lo que puede conseguirse (bajo supuestos muy restrictivos) con mercados competitivos.

Cabe preguntarse si el *homo economicus* es un reflejo acertado de la naturaleza humana. Según los últimos estudios de la psicología, la neurociencia y la biología evolutiva, no lo es. Por ejemplo, según Edward O. Wilson, biólogo de Harvard, las fuerzas evolutivas

llevan a los egoístas a triunfar sobre los altruistas dentro de los grupos, pero a los grupos de altruistas a imponerse sobre los grupos de egoístas. Si es así, los seres humanos están programados para cooperar y respetar normas morales; también, indica que existen tendencias inherentes a favorecer a los que pertenecen al grupo y a condenar a los de afuera.

Desde esta perspectiva, diría que la mayoría de los marcos éticos (seculares y religiosos) tienen un objetivo común: fomentar conductas prosociales y reprimir conductas egoístas y agresivas.

La economía neoclásica es una excepción: respalda el egoísmo, promueve los intereses materiales e ignora la formación ética; después de todo, las preferencias son soberanas, subjetivas y no están abiertas a escrutinio. La virtud se estima irrelevante y, lo que tradiciones más antiguas veían como vicio, se considera beneficioso. Ésta es la base de la famosa afirmación de Adam Smith de que es el interés propio, y no la benevolencia, lo que sirve al bien común (aunque el argumento de Smith era mucho más matizado que los de muchos de sus seguidores).

Un examen crítico de la economía neoclásica debe comenzar por preguntar qué valoran en realidad los seres humanos. Una respuesta evidente es la felicidad. Pero esto significa cosas distintas según la tradición. El utilitarismo ve la felicidad en el sentido hedónico de maximizar el placer y minimizar el dolor, y la economía neoclásica es gran deudora de esta tradición. El enfoque aristotélico ofrece una idea más extensa de eudaimonía: el florecimiento humano, asociado con vivir una vida plena de acuerdo con lo que se considera que, en esencia, tiene valor: relaciones significativas, propósito y contribución a la comunidad. Para Aristóteles, esto requiere inculcar la virtud, entendida como realización del potencial, para poder avanzar desde lo que uno es ahora hasta lo que podría ser si realiza su naturaleza fundamental. Esto tiene mucho que ver con el enfoque de las capacidades de Amartya Sen y Martha Nussbaum, en el que se

pone el acento en el desarrollo de las capacidades y la destreza para hacer o ser lo que uno valora.

### **Ganan las relaciones**

La psicología moderna corrobora en cierta forma estas ideas. Por ejemplo, en los estudios sobre el bienestar subjetivo, las relaciones y el sentido de propósito son cruciales para el bienestar, y el dinero hace más asequible la felicidad, pero solo hasta cierto punto. El Informe Mundial Anual sobre la Felicidad indica que los países más felices son más ricos, pero también que disfrutan de un mayor apoyo social, niveles más altos de confianza, y generosidad y mejores condiciones para que el desarrollo de las capacidades no se vea coartado por factores como la corrupción, por ejemplo. También, según numerosos estudios, los seres humanos tienen inclinaciones prosociales, como el altruismo y el sentido de la justicia. Por ejemplo, según recientes estudios de la economía conductual, las personas están predispuestas a cooperar, compartir y recompensar la confianza, pero también a castigar el engaño y el oportunismo, incluso con costo financiero para uno mismo.

Si esto es verdad, no debería sorprender que las malas perspectivas de empleo provoquen ansiedad, ya que el trabajo decente es una dimensión vital de la realización del ser humano, una fuente esencial de dignidad, propósito y contribución social. O que los fraudes y ventajas injustas que se dan en la economía mundial provoquen reacciones negativas.

En la tradición aristotélica, el bien común es el bienestar derivado de una experiencia social compartida y que trasciende el bienestar del individuo, no excluye a nadie y no puede desagregarse en la suma de bienestares individuales.

Esta noción refleja la idea de que solo florecemos con relación a los otros. En el campo de la política, es sinónimo de instituciones que mejoran el bienestar de todos, incluidas las generaciones futuras.

La idea de un bien común no tiene fácil cabida en los paradigmas éticos surgidos de la Ilustración, que ponen el acento en la autonomía del individuo en la búsqueda de su propia idea de bienestar. Este enfoque ha generado grandes avances éticos, en especial por el énfasis en los derechos humanos universales, pero la pérdida de un bien común objetivo conlleva un costo: es demasiado fácil reducir todos los juicios de valor a preferencias subjetivas.

### **El punto ciego de la ética**

La economía neoclásica cae en esta tentación. Sin un fin común compartido, los objetivos de la vida económica se reducen a la ganancia material y financiera. Los actores económicos deben respetar leyes y derechos de propiedad, en lugar de normas morales, y guiarse por incentivos financieros, en vez de por la virtud, lo que representa un vacío ético. Es precisamente esta mentalidad la que alimenta las enormes desigualdades, la inestabilidad financiera y la crisis medioambiental. Como señala Sen, una economía puede ser eficiente en el sentido de Pareto —punto en el que los intercambios comerciales alcanzan la satisfacción máxima de las preferencias— y aun así ser “absolutamente aborrecible”.

Al indagar un poco más, se encuentran evidencias de que inculcar los valores del *homo economicus* lleva a reprimir la empatía y la solidaridad en favor del egoísmo y el oportunismo. Según el economista estadounidense Samuel Bowles, una excesiva dependencia de los incentivos financieros socava la virtud, pese a la creciente percepción de que los principales mercados e instituciones no pueden funcionar sin algún tipo de compromiso con virtudes como la justicia, la honestidad y la confianza. Tiene poco sentido decir que, más allá de la eficiencia, los juicios de valor están fuera

del campo de esta disciplina. El *homo economicus* no los aprecia y, como dice Sen, es un “imbécil social”.

Necesitamos un compromiso con el bien común que sirva de límite moral a la economía de mercado. Además de permitir que las personas desarrollen sus capacidades, hay que asegurar que éstas se orienten hacia ciertos objetivos comunes acordados, como los ODS. Dada la gravedad de la crisis medioambiental, es fundamental realizar, en las próximas tres décadas, el cambio hacia un sistema energético sin emisiones de carbono.

### **¿Una responsabilidad cosmopolita?**

Esta cuestión suscita otra pregunta: ¿hasta dónde debe extenderse el bien común? Una respuesta es que la responsabilidad es con toda la humanidad. Esta universalidad está muy arraigada en la filosofía moral moderna. Constituye la base del imperativo categórico, basado en obligaciones, de Immanuel Kant, que solo permite máximas que puedan universalizarse. También es la base del utilitarismo, donde se refleja en la búsqueda de la mayor felicidad para el mayor número de personas. Esta universalidad es especialmente pronunciada en el argumento de Peter Singer, filósofo de Princeton, sobre la obligación de asistir, cuando esté en nuestra mano, a quien lo necesite en cualquier lugar del mundo. Esta responsabilidad cosmopolita se ve sin duda ampliada por la asunción de parte de culpa por el dilema subyacente (como con los países ricos y el cambio climático).

La ética de Aristóteles y los griegos era mucho más específica: el bien común se limitaba a las ciudades-estado y dejaba a las mujeres y los esclavos fuera de la ecuación. En cierto sentido, esta idea apuntala la tendencia innata a la preferencia dentro el grupo. Aun así, debemos reconocer también que somos seres con arraigo social y un fuerte vínculo con la comunidad como epicentro de la amistad, identidad, significado y propósito cívicos. Esto es fundamental para entender el rechazo a la globalización.

No resulta fácil equilibrar estos dos argumentos morales que compiten entre sí; entran en juego tanto factores culturales como económicos. Pero los ODS nos permiten ver el bosque entre tantos árboles: son una hoja de ruta de acción a escala mundial, práctica y accesible, y compatible con las grandes tradiciones éticas seculares y religiosas. En este contexto, los ODS perfilan un bien común y los requisitos básicos para el florecimiento humano en cada país, y las responsabilidades concretas de los países más ricos hacia los más pobres. Su implementación repararía algunas de las deficiencias que amenazan la globalización y la cooperación multilateral.

Debemos volver a situar la reflexión ética en el centro del razonamiento económico, a centrar el diseño de políticas en el bien común y a integrar la educación ética en los programas de economía y administración de empresas. La economía surgió como una rama de la filosofía moral y debe volver a sus orígenes.

**Fuente de información:**

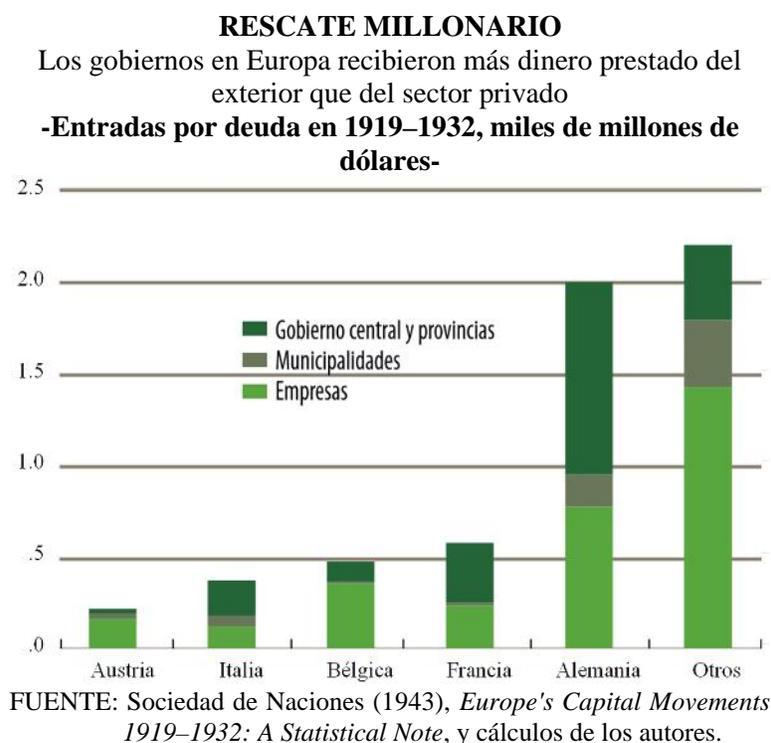
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2018/03/pdf/point2.pdf>

### **La telaraña de la deuda (FMI)**

En marzo de 2018, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en su revista trimestral de *Finanzas & Desarrollo* la nota “La telaraña de la deuda”. A continuación se presenta el contenido.

A comienzos de la década de 1930, al inicio de la Gran Depresión, los flujos internacionales de capital, cruciales para el funcionamiento de la economía mundial se evaporaron. Las causas de las que todos sospechan siguen debatiéndose: imprudencia de especuladores y bancos, políticas monetarias erradas y fuertes desalineaciones de los tipos de cambio. Entre las causas del colapso de los mercados de activos y los flujos financieros mundiales no suelen figurar las políticas fiscales insostenibles y las deudas declaradas incobrables, aunque en Europa en la década de 1920 y comienzos de la de

1930 los gobiernos a menudo recibieron abundantes flujos de capital del sector privado (véase la gráfica *Rescate millonario*).



Un nuevo conjunto de datos compilados por el FMI que desglosa la deuda soberana por instrumento nos permite analizar a fondo la red de deuda (surgida en su mayor parte tras la Primera Guerra Mundial) que fue tejiéndose entre las principales economías hasta el siguiente conflicto. Se observa que si bien las inquietudes de los inversionistas acerca de la credibilidad de las políticas fiscales y el servicio de la deuda soberana no desencadenaron la Gran Depresión, sí agravaron y prolongaron sus secuelas financieras.

El estudio muestra cómo las deudas externas soberanas pueden agravar los ciclos financieros mundiales, sobre todo si concentran en nodos de una red financiera compleja. Al igual que en la crisis mundial de 2008 y la de la zona del euro de 2010, la pérdida de confianza de los inversionistas, las perturbaciones en el mercado de deuda soberana provocadas por el agotamiento de la liquidez y la intervención pública en el

sector financiero exacerbaron la carga de la deuda externa. Por eso el período de entreguerras no solo ilustra muy bien la crisis de 2008 sino que permite detectar e interpretar las vulnerabilidades actuales.

Después de la Primera Guerra Mundial, los países soportaron niveles muy altos de endeudamiento soberano y un entorno macroeconómico implacable. La mayoría tomó medidas para reducir los déficit y promover el crecimiento. El Reino Unido adoptó políticas fiscales y monetarias restrictivas para bajar los precios y facilitar el retorno al patrón oro con la paridad previa a la guerra. En Alemania y Austria, en cambio, el fracaso inicial de la reforma fiscal y monetaria desembocó en hiperinflación. Italia, Japón, y en cierta medida Francia, experimentaron con los controles de capital y la represión financiera: dominio estatal de los bancos o manipulación de los mercados monetarios.

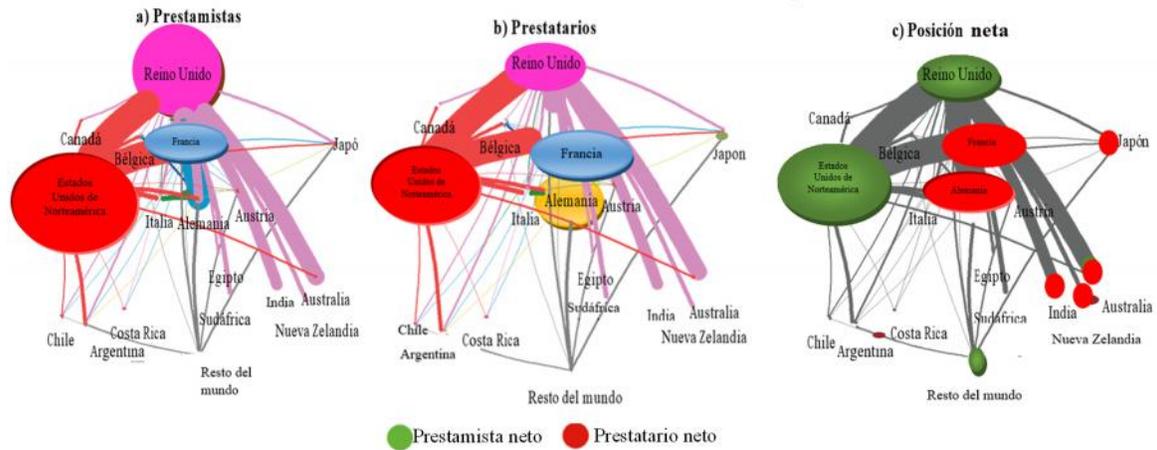
Estas estrategias se repitieron tras la crisis de 2008: Grecia reestructuró su deuda pública, e Islandia y Chipre adoptaron controles de capital. Los bancos en Grecia, España, Italia y Portugal incrementaron marcadamente sus tenencias de deuda de sus propios gobiernos. Este sesgo interno ayuda a reducir los costos de endeudamiento público y crea algo de margen fiscal en los períodos de tensión, pero también distorsiona la valoración del riesgo, como sucedió en el período de entreguerras.

### **Redes intrincadas**

El entramado de la deuda soberana en el período de entreguerras tuvo varias dimensiones, y fue más amplio de lo que se infiere de las posiciones netas (véase la gráfica *Nodos de deuda*):

### NODOS DE DEUDA

La red de deuda externa en 1931 estaba dominada por un puñado de grandes países, entre ellos Alemania, Estados Unidos de Norteamérica, Francia y el Reino Unido



Nota: El ancho de cada vínculo representa el monto de deuda pendiente de pago, mientras que el tamaño de los nodos representa el saldo de deuda pendiente tomada por soberanos en el gráfico a), prestada a soberanos en la gráfica b) y en cifras netas en el gráfico c) (basada en montos convertidos a dólares de Estados Unidos de Norteamérica, con la misma escala en todos los gráficos). Un prestamista (prestatario) neto es un país que ha concedido al resto del mundo más (menos) préstamos de los que ha recibido del resto del mundo.

FUENTE: De Broeck et al., de próxima publicación.

- Préstamos entre gobiernos y bancos centrales aliados durante y posteriormente a la guerra: La deuda externa oficial incluía además reparaciones impuestas a Alemania y otros países. Esto creó un vínculo más, así como los intentos para supeditar el servicio de la deuda entre aliados a los pagos de reparaciones de Alemania.
- Ventas de deuda soberana a inversionistas privados en mercados extranjeros, que se multiplicaron mucho en la década de 1920: Los suscriptores y bancos asumieron papeles protagónicos en la comercialización y asunción de riesgos de estas emisiones. Por ejemplo, *JP Morgan & Co.* se encargó de introducir los préstamos soberanos externos en el mercado estadounidense.
- Ventas de deuda en el extranjero por parte de prestatarios no soberanos, en especial a inversionistas estadounidenses, que también aumentaron en la década

de 1920: Alemania promovió el endeudamiento externo del sector privado y los gobiernos estatales y locales para facilitar la generación de divisas con el fin de pagar las reparaciones.

Estas interconexiones se exacerbaban mutuamente, y dejaron al sistema financiero mundial vulnerable a la tensión soberana. Las sucesivas renegociaciones multilaterales y bilaterales crearon más vínculos. Cada acuerdo implicaba la condonación de una parte importante de la deuda y el refinanciamiento de la mayoría de las obligaciones, lo que hacía aún más compleja la red. Se notan importantes paralelos con la crisis de 2008, cuando la acumulación de apalancamiento público (emitir más deuda para cumplir con el servicio de la deuda) dejó al sistema financiero mundial vulnerable a los *shocks*.

Entre las guerras, muchos países también tuvieron que emitir deuda en moneda extranjera en el exterior porque carecían de mercados financieros internos desarrollados, con el riesgo de que si el valor de su deuda aumentaba por un debilitamiento de la moneda nacional, el incumplimiento se hacía más probable. La situación se asemeja a la de las interrupciones repentinas de entradas de capital durante las recientes crisis de mercados emergentes, como en Argentina, Brasil y México en las décadas de 1980 y 1990.

Los riesgos de contagio dentro de una red son peores si todas las partes dependen de un solo nodo, como sucedió en la década de 1920, cuando Alemania representaba el grueso de la exposición neta de la red. Tras la guerra fue quedando claro que Alemania no podría cumplir sus obligaciones, incluidas las reparaciones, si no recibía algún tipo de alivio. Eso no impidió que Francia, Italia y el Reino Unido vincularan el servicio de su propia deuda al pago de las reparaciones de Alemania.

## Riesgos sistémicos

Las sucesivas negociaciones para reducir la deuda de Alemania se basaron en supuestos económicos demasiado optimistas que descartaban la posibilidad de una desaceleración de la magnitud de la Gran Depresión. Es decir, los riesgos inherentes a las reparaciones alemanas se tornaron sistémicos dentro de la red internacional, y Alemania era demasiado grande como para dejar que quebrara. La acumulación de vulnerabilidades se tornó crítica cuando en 1931 los capitales internacionales de repente dejaron de fluir, cortando el acceso a nuevo financiamiento. Con eso, algunos soberanos ya no pudieron efectuar el servicio de su deuda externa, y cesaron los pagos. Para 1933 habían cancelado una buena parte de sus obligaciones externas, y habían optado por vender deuda interna a bancos nacionales. Hoy en día, la elevada deuda soberana y los importantes nodos mundiales y regionales en las redes financieras también podrían transmitir y amplificar los *shocks* en el sistema.

La exposición común frente a un solo deudor grande en el período de entreguerras se propagó al sector privado por varios canales. Primero, las negociaciones bilaterales y multilaterales en la década de 1920 implicaron nuevos préstamos a países deudores concedidos en general por inversionistas privados, lo que significó que los países participantes tenían un interés en proteger a estos inversionistas del incumplimiento soberano.

En segundo lugar, el papel central desempeñado por los suscriptores, públicos y privados, enredó aún más la cuestión. La comercialización y colocación de los bonos soberanos externos era un arte delicado, incluso más que hoy en día. En el período de entreguerras, los gobiernos a menudo contrataron suscriptores privados (JP Morgan y Rothschild) para que gestionaran la emisión y garantizaran un nivel mínimo de compra, con la consiguiente aceptación de riesgo financiero. En algunos casos, bancos centrales y controlados por los gobiernos actuaron como suscriptores. Alemania, Francia, Italia,

Japón y el Reino Unido recurrieron en gran medida a sus autoridades monetarias para que influyeran en los precios de los bonos, publicitaran los valores soberanos dentro y fuera del país, actuaran como suscriptores y asumieran algunos riesgos.

En tercer lugar, los pasivos contingentes amplificaron el riesgo soberano. En la década de 1920, Alemania alentó a los gobiernos locales y estatales a endeudarse con inversionistas privados externos, lo que se convirtió en una fuente de riesgo moral y una obligación para el soberano cuando los gobiernos endeudados no pagaron. Austria asumió una parte de los pasivos externos del mayor banco del país, *Creditanstalt*, en 1931.

Las similitudes con la crisis financiera mundial reciente están a la vista: bancos privados y públicos y entidades soberanas expuestas directa o indirectamente a riesgos de incumplimiento público. Los complejos vínculos fiscal-financieros plantearon interrogantes acerca de la mejor forma de reducir la deuda soberana, y si el alivio de la deuda cabía como opción.

### **Institucionalidad deficiente**

Al desintegrarse la red a comienzos de la década de 1930, la falta de una plataforma multilateral eficaz complicó la resolución de la deuda soberana. La Sociedad de las Naciones no actuó como institución verdaderamente mundial, en parte porque Estados Unidos de Norteamérica no ratificó el Tratado de Versalles de 1919 y no participó en la institución. Por eso Estados Unidos de Norteamérica no pudo recurrir a la colaboración internacional para atajar las secuelas mundiales de la Gran Depresión, lo que destaca el peligro que implica que un país importante abandone los acuerdos y las instituciones internacionales.

La falta de un prestamista mundial de última instancia agravó las vulnerabilidades. El Banco de Pagos Internacionales (BPI) carecía de herramientas para intervenir cuando

un país cesaba los pagos. El Banco, creado en 1930 para ayudar a imponer disciplina en los pagos externos de Alemania, realizó préstamos de emergencia a mediados de 1931, pero no podía conceder préstamos a largo plazo. A comienzos de la década de 1930 tampoco había un marco internacional que impidiera el deslizamiento hacia el proteccionismo, devaluaciones no coordinadas y guerras comerciales. La Sociedad de las Naciones no tenía los servicios de préstamo que hoy tiene el FMI; como mucho, podía ayudar a formular y negociar programas internos de ajuste y coordinar garantías para los préstamos privados otorgados por gobiernos individuales. Fue así como banqueros importantes como Thomas Lamont y John Pierpont Morgan Jr. llenaron informalmente el vacío dejado por Estados Unidos de Norteamérica. Algunos gobiernos en apuros acudieron a “doctores del dinero”, banqueros internacionales y asesores financieros privados, que a menudo eran emisarios oficiosos de las grandes potencias. El desmoronamiento de este entramado a inicios de la década de 1930 ilustra claramente las ventajas de la cooperación internacional.

El estudio del período de entreguerras nos demuestra cómo las redes complejas de deuda con importantes exposiciones comunes pueden exacerbar los riesgos para el sistema financiero mundial si no existen instituciones internacionales eficaces. Tras la Segunda Guerra Mundial, no tardaron en establecerse nuevas instituciones internacionales (el FMI entre ellas) y nuevos mecanismos de respaldo financiero (el Plan Marshall) en respuesta a los problemas que surgieron en el anterior período de paz. El desarrollo de instituciones y sistemas de regulación ha continuado desde entonces, pero los esfuerzos para apuntalar esta arquitectura deben proseguir para que no se repitan las crisis del período de entreguerras.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2018/03/pdf/debroeck.pdf>

## Artista del escape (FMI)

En marzo de 2018, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en su revista trimestral de *Finanzas & Desarrollo* la nota “Artista del escape”. A continuación se presenta la información.

Diciembre de 2015, fue un mes vertiginoso para Angus Deaton: viajó a Estocolmo para recibir el Premio Nobel de Economía de manos del rey Gustavo de Suecia y publicó el innovador estudio realizado con Anne Case sobre la mortalidad de la población de mediana edad en Estados Unidos de Norteamérica, que atrapó la atención del público en un contexto de un debate más amplio sobre desigualdad y estancamiento de los ingresos.

“Cuando uno recibe el Nobel, eso concita una enorme atención de la prensa, y yo creía que nada podría superarlo, pero nuestro trabajo generó más atención: fue como un tsunami que se atenuaba y luego otro más grande que nos golpeó”, recuerda Deaton en su oficina de la Universidad de Princeton, hablando con un suave acento escocés impregnado de matices transatlánticos.

En ese estudio, Deaton y Anne Case (destacada economista y colega de Princeton) plantearon un sorprendente descubrimiento: tras décadas de avances, las tasas de mortalidad de los estadounidenses blancos de mediana edad quedaron estáticas o aumentaron después de fines de los años noventa, en gran parte debido a los suicidios y al abuso de alcohol y de drogas como los opiáceos. Cuando Case y Deaton, que están casados, asistieron a una recepción en la Casa Blanca para los ganadores del Premio Nobel, el presidente Barack Obama interrumpió a Deaton cuando este le presentaba a Case, y le dijo: “Sé quién es la doctora Case, y vamos a hablar de su obra”.

El estudio, “Creciente morbilidad y mortalidad entre los estadounidenses blancos no hispanos de mediana edad en el siglo XXI”, apunta al meollo de la epidemia de

opiáceos, argumentando que es algo más que una crisis de salud pública: es también una crisis económica. “Aun cuando se elimine la adicción, eso no resuelve la cuestión, porque hay un problema mucho más profundo: el salario real de las personas que solo tienen estudios secundarios ha venido cayendo durante 50 años”, dice Deaton.

El doble tsunami del Nobel y el estudio coronaron una prolífica carrera académica caracterizada por investigaciones sumamente significativas y variadas, que abarcan la salud pública, la pobreza, el consumo, el ahorro y mucho más.

“Deaton ha usado sus agudas habilidades cuantitativas para encarar una variedad impresionante de temas de economía y de otros campos”, dice Orley Ashenfelter, profesor de economía de Princeton. “Su uso sensato de la evidencia y cuidadosa atención a los datos quizá nunca hayan sido tan importantes como hoy, cuando opiniones desinformadas, sostenidas con vehemencia, se convierten cada vez más en una poderosa fuerza política”.

La historia de Deaton comienza en un mundo muy diferente. Criado en la Edimburgo de los años cincuenta, que recuerda como “un lugar bastante deprimente en ese entonces”, el joven Deaton encontró un escape en libros sobre India y otros lugares lejanos. También le gustaba la naturaleza, y pasaba muchas tardes jugando en *The Meadows*, un amplio espacio abierto utilizado durante la Segunda Guerra Mundial para cultivar huertos “cavar para la victoria” y que en aquel entonces estaba siendo reconvertido en un parque.

A los nueve años, Deaton se mudó con su familia a un pequeño pueblo cerca de la frontera con Inglaterra, donde captó la atención de sus maestros en la escuela local. Esto fue un gran estímulo para sus progenitores, en particular para su padre, quien no pudo asistir a la escuela secundaria pero luego tomó clases vespertinas, llegó a ser ingeniero civil y alentó con firmeza la educación de su hijo. La posterior beca gracias

a la cual Deaton, junto con otro niño de entorno desfavorecido, ingresó a los 13 años en el prestigioso Fettes College marcó la concreción del difícil sueño de su padre.

En Fettes, los alumnos aprendían de manera independiente, un método que le dio a Deaton buenos resultados. Aprender pasó a ser un hobby. Como otros compañeros, Deaton se unió al cuerpo de cadetes de la Marina Real de la escuela y pasó veranos en el mar, viajando al extranjero por primera vez: a Bretaña, Francia, donde “todos bajaron a tierra y compraron vino tinto barato”.

Tras completar sus estudios secundarios, Deaton fue admitido en la Universidad de Cambridge para estudiar matemáticas, pero pronto perdió interés en la materia, considerando que por entonces se la enseñaba “increíblemente mal”. Buscó algún otro campo, y fue orientado hacia la “ciencia económica”, sin tener mucha idea de lo que eso significaba.

El interés de Deaton en esta disciplina creció ininterrumpidamente. Pasó un verano leyendo manuales de economía mientras trabajaba vendiendo prendas a bordo de los transatlánticos Queen Elizabeth y Queen Mary. Cada quincena desembarcaba en el Muelle 92 de Nueva York, una zona “bastante difícil y llena de sórdidas cafeterías”, y poco a poco fue saliendo del puerto para explorar el resto de Manhattan.

De regreso en Cambridge, esos atisbos de la cruda realidad de la vida animaron el debate estudiantil.

“Todos leíamos periódicos de izquierda y todos trabajábamos para la revolución (lo que quiera que eso significara) pero principalmente era sentarse por ahí a beber y jugar a los naipes”, dice Deaton.

Tras su graduación en 1967 y un breve paso por el Banco de Inglaterra, Deaton volvió a Cambridge para hacer su doctorado y trabajar como asistente de investigación, y para

estar con Mary Ann Burnside, su primera esposa, con quien se mudó a un pueblo cercano y tuvo dos hijos, Rebecca y Adam.

En su trabajo, Deaton encontró un mentor en el futuro Premio Nobel Richard Stone, y ambos colaboraron en el análisis del ahorro y la demanda, dos pilares de la ciencia económica. Una nueva percepción sobre el tema surgió cuando Deaton aplicó sus dudas acerca de comprar café durante la alta inflación de los años setenta en Gran Bretaña para sostener, contrariamente a la sabiduría convencional, que una inflación no prevista podía contribuir a aumentar (no a reducir) el ahorro. Quienes dudaban se sorprendieron cuando el gobierno anunció un alza del ahorro de los hogares, como había predicho su teoría.

Si bien Deaton causó un impacto, su carrera académica inicial no fue un ascenso imparable; a veces se sintió frustrado ante lo que percibía como una falta de avance. No era el único. A Deaton y su compañero de tenis, el futuro gobernador del Banco de Inglaterra Mervyn King, los unía su mutuo, aunque prematuro, desencanto por no obtener una cátedra. Ninguno había cumplido 30 años.

Eso cambió en 1975, cuando Deaton pasó a ser profesor de econometría en la Universidad de Bristol. Tras el doloroso fallecimiento de Mary Ann ocurrido unos pocos meses antes, Deaton buscó un cambio de escenario por motivos tanto personales como profesionales.

En Bristol, Deaton desarrolló el “Sistema casi ideal de demanda” con John Muellbauer, entonces profesor del Birkbeck College en Londres. Como su nombre sugiere, el modelo “casi ideal” no buscaba la perfección, pero sí brindaba un panorama más completo y realista del comportamiento del consumo que otros intentos anteriores. Entre otras ventajas, podía predecir con más precisión cómo las políticas, tales como los cambios tributarios, afectan a los distintos grupos demográficos y de ingresos. El Comité del Premio Nobel señaló posteriormente que aún después de 35 años sigue

siendo una piedra angular de la estimación de la demanda en todo el mundo, esté basada en datos a nivel agregado, individual o de los hogares.

En el año académico 1979–1980, Deaton tomó un período sabático (antesala de un traslado permanente en 1983) en Princeton, cuyos recursos y calidad intelectual lo impresionaron. El único escollo fue que Princeton solo le pagaba por nueve meses, de modo que necesitaba hacer algo en el verano. Encontró un empleo en el Banco Mundial, trabajando en el incipiente Estudio de medición de los niveles de vida, que procuraba determinar cómo incidían las políticas públicas en los resultados sociales de las economías en desarrollo. Deaton cumplió un papel decisivo en su evolución, especialmente en la elaboración de las encuestas de hogares.

A medida que la carrera de Deaton avanzaba, las encuestas de hogares se ubicarían entre sus contribuciones más importantes. Fue pionero en las formas de usar e interpretar las encuestas de hogares para describir con mayor precisión las realidades en el terreno observando el consumo, analizando cohortes de nacimiento y estimando los precios del mercado local. Deaton realizó gran parte de su trabajo en India, reavivando aquella fascinación infantil por ese país.

### **Salud y salarios**

En su estudio de 2015, “Creciente morbilidad y mortalidad entre los estadounidenses blancos no hispanos de mediana edad en el siglo XXI”, Anne Case y Angus Deaton brindan importantes observaciones sobre la epidemia de opiáceos, comparando su importancia con la de la crisis del SIDA.

Según ese estudio, las tasas de mortalidad de hombres y mujeres blancos no hispanos de 45 a 54 años aumentaron medio por ciento al año entre 1999 y 2013, tras haber caído en los dos decenios anteriores. Las drogas, el alcohol y los suicidios

fueron las principales causas del repunte de la mortalidad, que resultó más pronunciado entre quienes no tenían estudios universitarios. La morbilidad también aumentó, registrándose un número significativamente mayor de casos de mala salud física y mental. En cambio, la mortalidad continuó disminuyendo entre otros grupos demográficos de Estados Unidos de Norteamérica y en otras economías avanzadas.

¿Qué hay, según Case y Deaton, detrás de estas alarmantes tendencias? Los analgésicos recetados conocidos como opiáceos (formas sintéticas de opio) se volvieron más ampliamente disponibles a fines de los años noventa, en momentos en que aumentaban la mortalidad y la morbilidad. Otro factor puede ser la inseguridad económica, dado que la población blanca de mediana edad más pobre está particularmente afectada por el lento aumento de la mediana salarial en Estados Unidos de Norteamérica, así como el traspaso desde planes de pensiones de prestaciones definidas a otros de contribuciones definidas, que transfieren el riesgo financiero al empleado. Case y Deaton alertan que si no se logra controlar la epidemia el resultado podría ser una “generación perdida”.

En su documento de seguimiento de 2017, “Mortalidad y morbilidad en el siglo XXI”, observan que la tendencia continuó durante 2015.

Durante gran parte de la década de 1980 y 1990, Deaton hizo nuevos descubrimientos revolucionarios en el estudio del consumo, identificando la necesidad de conciliar el comportamiento individual con los resultados agregados. También analizó cómo varía el consumo a lo largo del tiempo, formulando la paradoja de Deaton, según la cual el modelo estándar de agente representativo de la hipótesis del ingreso permanente es internamente contradictorio porque el comportamiento de las series de tiempo del ingreso promedio implica que las variaciones temporales del ingreso deberían generar variaciones más grandes del consumo, no más pequeñas.

Durante ese período, Deaton profundizó su compromiso con la economía del desarrollo, abordando, por ejemplo, la tesis de la trampa de la pobreza. Discrepaba con el argumento ampliamente aceptado de que una mala nutrición impide a las personas ganar lo suficiente como para escapar de la pobreza. A partir de investigaciones realizadas en India, Deaton y Shankar Subramanian de la Universidad Cornell mostraron que una dieta adecuada cuesta solo 5% del salario diario y concluyeron que la desnutrición es una consecuencia de la pobreza, no una causa.

En *El gran escape: Salud, riqueza y los orígenes de la desigualdad*, publicado en 2013, Deaton sostuvo que la ayuda extranjera puede ser perjudicial porque hace a los gobiernos receptores más responsables ante los donantes externos que ante su propio pueblo. Se erosiona así el contrato social entre un gobierno y sus ciudadanos y se reducen los incentivos para fortalecer las instituciones y emprender otras reformas esenciales para un desarrollo sostenible. “El argumento de que tenemos que hacer algo porque esa gente es muy pobre parece ser un argumento muy contundente, pero no lo es”, afirma. “Lo único que no debemos hacer es perjudicarlos, pero eso es exactamente lo que está ocurriendo hoy”.

Tales argumentos han generado polémica. “Hay muchos beneficios concretos, tangibles, como enfermeros, maestros, vacunas, muertes evitadas, etc., frente a una afirmación bastante vaga y no claramente demostrada de un daño institucional a largo plazo”, escribió Duncan Green de Oxfam GB en el blog de esa organización. Otros sostuvieron que el problema real reside en cómo se suministra la asistencia externa. El debate continúa.

También sigue debatiéndose el relato central del libro: que en los últimos 70 años ha habido una notable reducción de la pobreza y mejoras sanitarias en todo el mundo. “Es inconcebible que se hubieran logrado esos avances sin la globalización”, escribe Deaton. Rechaza la idea de que la globalización sea el problema y sostiene que los

verdaderos culpables son los ganadores, que buscan impedir que otros también ganen, generando malas políticas públicas que alimentan el rentismo empresarial, una atención de la salud insuficiente y el estancamiento salarial.

Diversos aspectos de este argumento se exponen en el estudio de 2017 de Case y Deaton “Mortalidad y morbilidad en el siglo XXI”.

Fue en Princeton donde Deaton y Case se conocieron; se casaron en 1997 y hoy trabajan en oficinas contiguas. Estar casado con una colega genera mucho placer y alegría, pero también implica disyuntivas que ambos tienen aún que resolver, reconoce Deaton. “La gente quiere que dictemos conferencias en todos lados todo el tiempo, y si yo lo estoy haciendo y Anne está enseñando, es bastante difícil sentarnos y hacer nuestra labor”. Dedicar su escaso tiempo libre a pescar con mosca, cocinar y viajar.

En diciembre de 2016, un año después del torbellino del Premio Nobel y el estudio sobre la mortalidad, Deaton se subió a un taxi londinense con Case y su hijo, Adam, y pidió que los llevaran al Palacio de Buckingham. “¿Para qué vinieron ustedes aquí?”, preguntó el taxista, dudando si eran turistas o invitados reales. “Mi papá inventó un nuevo tipo de soporte de papel higiénico que a la Reina le gusta”, bromeó su hijo. Una vez dentro, Deaton fue nombrado caballero por el príncipe William, duque de Cambridge.

“Es un maravilloso homenaje a la erudición”, expresó el profesor Sir Angus Deaton, “y mucho más divertido que buscar un caballo, una armadura y una lanza para ir a la batalla por la Reina”.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2018/03/pdf/people.pdf>

## **Basilea III: Finalización de las reformas poscrisis (BIS)**

El 16 de marzo de 2018, el Banco Internacional de Pagos (BIP) presentó la traducción al español del documento “*Basel III: Finalising post-crisis reforms*”, December 2017. A continuación se presenta la introducción del documento.

## **Basilea III: Finalización de las reformas poscrisis**

### **Introducción**

1. Este documento recoge la finalización del marco de Basilea III por parte del Comité de Basilea y complementa a la fase inicial de las reformas de Basilea III que el Comité llevó a cabo con anterioridad. El marco de Basilea III es un elemento fundamental de la respuesta del Comité de Basilea a la crisis financiera mundial. Aborda una serie de deficiencias identificadas en el marco regulador anterior a la crisis y sienta las bases reguladoras de un sistema bancario resiliente que sustente a la economía real.
2. Uno de los principales objetivos de las revisiones que se plasman en el presente documento es reducir la excesiva variabilidad de los activos ponderados por riesgo (RWA). En el punto álgido de las crisis financieras internacionales, numerosas partes interesadas —incluidos expertos del mundo académico, analistas y participantes en el mercado— dejaron de confiar en los coeficientes de capital ponderado por riesgo declarados por los bancos. Los propios análisis empíricos del Comité ponían de manifiesto una preocupante variabilidad en el cálculo de los RWA por los bancos.
3. Un cálculo prudente y creíble de los RWA es uno de los pilares del marco de capital ponderado por riesgo. Los coeficientes de capital ponderado por riesgo declarados por los bancos deberían ser suficientemente transparentes y comparables para

permitir a las partes interesadas evaluar su perfil de riesgo. La revisión estratégica del marco regulador realizada por el Comité detectó una serie de grietas en la actual arquitectura, que afectaban sobre todo al equilibrio entre sencillez, comparabilidad y sensibilidad al riesgo.

4. Las revisiones del marco regulador que se recogen en el presente documento contribuirán a restablecer la credibilidad del cálculo de los RWA: i) incrementando la solidez y la sensibilidad al riesgo de los métodos estándar para el riesgo de crédito y el riesgo operacional, lo que facilitará la comparabilidad de los coeficientes de capital de los bancos; ii) restringiendo el uso de métodos con base en modelos internos; y iii) complementando al coeficiente de capital ponderado por riesgo con un coeficiente de apalancamiento perfeccionado y un suelo de capital revisado y sólido. Las principales características de estas revisiones se describen sucintamente en un documento de resumen<sup>1</sup>.
5. Tres principios generales han guiado al Comité en la fase final de estas reformas. Primero, la inquebrantable voluntad de cumplir su mandato de fortalecer la regulación, la supervisión y las prácticas bancarias en todo el mundo con el fin de afianzar la estabilidad financiera. Un sistema bancario resiliente será capaz de sustentar a la economía real y contribuir positivamente al crecimiento económico sostenible a medio plazo.
6. Segundo, siempre que el Comité trabaja en la elaboración de nuevas normas, solicita activamente las opiniones de las partes interesadas. En el caso de las reformas aquí descritas, el Comité llevó a cabo un extenso proceso de consulta dirigido a una amplia variedad de partes interesadas, a las que desea agradecer ahora sus constructivas aportaciones durante el proceso.

---

<sup>1</sup> El resumen de las principales características de las reformas de Basilea III puede consultarse en [www.bis.org/bcbs/publ/d424\\_hlsummary\\_es.pdf](http://www.bis.org/bcbs/publ/d424_hlsummary_es.pdf).

7. Tercero, el Comité emprendió una rigurosa y exhaustiva evaluación de las repercusiones de estas revisiones para el sistema financiero y la macroeconomía en su conjunto. En base a esta evaluación, el Comité centró sus esfuerzos en no elevar significativamente los requerimientos de capital<sup>2</sup>, como queda de manifiesto en el diseño, la calibración y las disposiciones transitorias que se analizan más adelante. El Comité continuará sometiendo a seguimiento y evaluando la eficacia de estas reformas para reducir la excesiva variabilidad de los RWA.
  
8. Si bien el marco revisado seguirá permitiendo la utilización de métodos basados en modelos internos para determinadas categorías de riesgos (previa aprobación del supervisor), las jurisdicciones que dejen de implementar algunos o la totalidad de esos métodos y que apliquen exclusivamente métodos estándar cumplirán el marco de Basilea. En términos más generales, las jurisdicciones pueden optar por implementar requerimientos más conservadores y/o disposiciones transitorias aceleradas, puesto que el marco de Basilea constituye exclusivamente un conjunto de normas mínimas.

### **Fechas máximas de implementación y disposiciones transitorias**

9. Las disposiciones transitorias aprobadas por el Comité permitirán una implementación ordenada y puntual de las nuevas normas por parte de las jurisdicciones, así como la necesaria adaptación de los bancos. En el cuadro siguiente se indican las principales fechas máximas de implementación.

---

<sup>2</sup> El estudio sobre el impacto cuantitativo está disponible en [www.bis.org/bcbs/publ/d426.htm](http://www.bis.org/bcbs/publ/d426.htm).

Revisión	Fecha máxima de implementación
Revisiones al método estándar para el riesgo de crédito	1° enero 2022
Revisiones al marco IRB	1° enero 2022 <sup>3</sup>
Revisiones al marco CVA	1° enero 2022
Revisiones al marco para el riesgo operacional	1° enero 2022
Coeficiente de apalancamiento	— Definición de exposición actual: 1° enero 2018 <sup>4</sup>
	— Definición de exposición revisada: 1° enero 2022 <sup>5</sup>
	— Colchón para G-SIB: 1° enero 2022
<i>Output floor</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1° enero 2022: 50%</li> <li>• 1° enero 2023: 55%</li> <li>• 1° enero 2024: 60%</li> <li>• 1° enero 2025: 65%</li> <li>• 1° enero 2026: 70%</li> <li>• 1° enero 2027: 72.5%</li> </ul>

FUENTE: BIS.

**Fuente de información:**

[https://www.bis.org/bcbs/publ/d424\\_es.pdf](https://www.bis.org/bcbs/publ/d424_es.pdf)

<sup>3</sup> Con la implementación de las revisiones al marco ponderado por riesgo descritas en la presente norma y del *output floor* revisado (suelo de los activos ponderados por riesgo calculados con los métodos que el banco esté autorizado a utilizar por su supervisor), dejará de aplicarse el factor escalar de 1.06 que actualmente se aplica a las cifras de RWA para el riesgo de crédito. Más concretamente, las referencias al factor escalar de los párrafos 14 y 44 del marco de Basilea II (junio de 2006) y de los párrafos 49, 88, 90 y 91 del marco de titulización revisado (julio de 2016) dejarán de ser aplicables.

<sup>4</sup> A partir de la definición de enero de 2014 de la medida de exposición con fines de coeficiente de apalancamiento. Las jurisdicciones que lo deseen pueden utilizar la definición revisada de medida de exposición antes del 1 de enero de 2022.

<sup>5</sup> A partir de la definición revisada de medida de exposición con fines de coeficiente de apalancamiento recogida en el presente documento.

## **Los prestamistas comunes en Asia emergente: Distintos papeles en tres crisis (BPI)**

El 11 de marzo de 2018, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) presentó su Informe Trimestral del BPI, marzo de 2018, en donde publicó la nota “Los prestamistas comunes en Asia emergente: distintos papeles en tres crisis<sup>6</sup>”. A continuación se presenta la información.

En varias de las crisis financieras recientes se ha observado la presencia de un canal del prestamista común. Con este término se alude a la tendencia de las condiciones de crisis a propagarse de unos países a otros al retirarse los bancos acreedores de países que hasta entonces no se habían visto afectados por la crisis, como consecuencia de sus problemas en otros que sí la padecen.

El canal del prestamista común tuvo especial relevancia en la Crisis Financiera Asiática (CFA) de 1997–1998, cuando una serie de países se vieron aquejados por graves tensiones financieras con consecuencias reales significativas. En el presente artículo analizamos las fluctuaciones del crédito bancario internacional en Asia emergente en la época de la CFA, así como en torno a la Gran Crisis Financiera (GCF) de 2007–2009 y la crisis de la deuda soberana europea de 2010–2012. La composición de bancos acreedores en la región ha experimentado cambios notables en el curso de los últimos 20 años (McGuire y van Rixtel (2012)). Por lo tanto, estos episodios presentan tres patrones distintos de exposición de países prestamistas frente a países en crisis, así como tres ejemplos de los efectos que el canal del prestamista común puede tener en el crédito a las economías de mercado emergentes (EME).

---

<sup>6</sup> Los autores desean dar las gracias a Stefan Avdjiev, Claudio Borio, Stijn Claessens, Benjamin Cohen, Robert McCauley, Patrick McGuire, Swapan-Kumar Pradhan, Hyun Song Shin y Philip Wooldridge por sus útiles comentarios y sugerencias. Asimismo, agradecen la excelente asistencia estadística de Zuzana Filková y José María Vidal Pastor. Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI.

Tras explicar sucintamente los conceptos subyacentes al canal del prestamista común, analizamos la forma en la que este canal se manifestó en Asia emergente durante los tres episodios de crisis citados. La CFA constituye un caso extremo, con perturbaciones tanto de la demanda como de la oferta de crédito. La GCF presenta un cuadro variado. La demanda de crédito en el seno de Asia prácticamente no cambió, mientras que en el caso de la oferta los efectos difirieron entre bancos acreedores. Las repercusiones de la crisis de la deuda soberana europea para la demanda en Asia también fueron moderadas, pero sus efectos sobre la oferta presentan también en este caso una imagen más matizada. Por último, examinamos la composición actual de prestamistas de la región, incluida la creciente presencia global de los bancos chinos.

## **Prestamistas y prestatarios en Asia emergente**

### **El canal del prestamista común**

Cuando varios países reciben préstamos de solo un puñado de grandes bancos internacionales, estos prestatarios están expuestos a un riesgo que se denomina —canal del prestamista común—. Las pérdidas inesperadas en un país pueden llevar a los bancos a retirarse de otros países prestatarios, al reestructurar su cartera de activos en un intento de reequilibrar los riesgos totales y cumplir las restricciones regulatorias (Kaminsky y Reinhart (1999)). De ese modo, los efectos de contagio pueden propagar las turbulencias por todo el mundo. Por lo general, los investigadores han prestado especial atención a la transmisión de perturbaciones procedentes de los países de origen de los prestamistas comunes.

La estructura pluridimensional de las estadísticas bancarias internacionales del BPI nos permite examinar relaciones más complejas entre varios países prestatarios y prestamistas. Por ejemplo, podemos analizar cómo las perturbaciones en un país prestatario dado podrían afectar a la forma en que los bancos en un país prestamista con exposición a ese país prestatario modifican sus prácticas de préstamo a otros países no

afectados. De esta forma podemos estudiar cómo se manifiesta la dinámica del canal del prestamista común en las distintas exposiciones relativas de los bancos acreedores.

## **Los prestatarios**

A lo largo de los dos decenios transcurridos desde la CFA se ha producido un aumento generalizado del crédito internacional a prestatarios de EME de Asia. Según las estadísticas bancarias territoriales del BPI<sup>7</sup>, los activos transfronterizos de bancos declarantes al BPI se cuadruplicaron con creces, hasta alcanzar un total de 2 billones de dólares estadounidenses en 2017. El presente artículo circunscribe su análisis de EME asiáticas a Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia, los países en el epicentro de la CFA. En lo sucesivo, nos referiremos a ellos como —Asia emergente—. Conjuntamente, estos cinco países representaban el 69% del crédito transfronterizo total de la región en el segundo trimestre de 1997, y el 24% en el tercer trimestre de 2017. El considerable descenso de su participación en el crédito transfronterizo regional refleja la emergencia de China como mayor país deudor de la región a bancos declarantes al BPI.

Si se tienen en cuenta las posiciones locales en moneda extranjera, los activos internacionales<sup>8</sup> consolidados<sup>9</sup> frente a Asia emergente alcanzaron el 21% del PIB combinado de estos prestatarios justo antes de la CFA a mediados de 1997. En términos absolutos, el volumen del crédito internacional se ha incrementado en dos tercios a lo largo de los últimos 20 años, mientras que en relación con el PIB ha experimentado

---

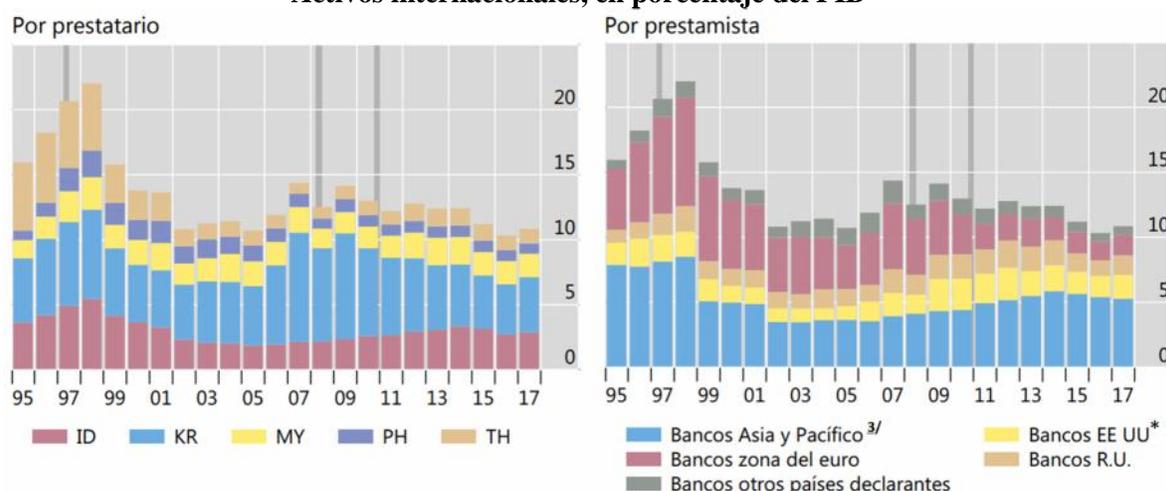
<sup>7</sup> Las estadísticas bancarias territoriales se estructuran en función de la ubicación de las oficinas bancarias y recogen la actividad de todas las sucursales activas a nivel internacional que operan en el país declarante, independientemente de la nacionalidad de la matriz. Los bancos contabilizan sus posiciones en términos no consolidados, incluyendo por tanto las que mantienen frente a sus propias oficinas en otros países.

<sup>8</sup> Los activos bancarios internacionales comprenden los activos transfronterizos de los bancos y sus activos locales en moneda extranjera.

<sup>9</sup> Las estadísticas bancarias consolidadas se estructuran en función de la nacionalidad de los bancos declarantes y se presentan consolidadas a nivel mundial, es decir, excluyendo las posiciones entre entidades bancarias de un mismo grupo. Los bancos consolidan sus posiciones intragrupo y declaran únicamente los activos frente a prestatarios no vinculados.

altibajos (Gráfica *Crédito a Asia emergente en términos consolidados*, panel *Por prestatario*). En el tercer trimestre de 2017, los activos internacionales de acreedores que proporcionan datos para las estadísticas bancarias consolidadas del BPI se redujeron al 11% del PIB de Asia emergente, lo que parece indicar que la sensibilidad de estos países a una retirada repentina de los prestamistas internacionales ha disminuido a lo largo de los dos últimos decenios. Conviene destacar que estos datos no incluyen el crédito concedido por bancos domiciliados en países que no presentan datos a las estadísticas bancarias consolidadas del BPI, ni siquiera cuando se hubiese intermediado a través de países declarantes al BPI.

### CRÉDITO A ASIA EMERGENTE<sup>1/</sup> EN TÉRMINOS CONSOLIDADOS Activos internacionales, en porcentaje del PIB<sup>2/</sup>



Nota: Las barras grises indican el comienzo de las crisis.

\* Estados Unidos de Norteamérica.

<sup>1/</sup> Asia emergente se circunscribe a los países en el epicentro de la CFA: Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

<sup>2/</sup> Activos internacionales (definidos como la suma de los activos transfronterizos y los activos concedidos localmente en moneda extranjera) frente a todos los sectores; con base en el prestatario directo. Las series representadas en ambos paneles se han ajustado por el PIB nominal agregado de los cinco países de Asia emergente antes enumerados.

<sup>3/</sup> Comprende los sistemas bancarios regionales declarantes: Australia (comenzó a declarar en T4 2003), Corea (T4 2011), India (T4 2001), Japón (T4 1983), Hong Kong RAE (T4 1997), Singapur (T4 2000) y Taipéi Chino (T4 2000).

FUENTE: Datos nacionales, estadísticas bancarias consolidadas del BPI y estadísticas del tipo de cambio del dólar estadounidense.

## Los prestamistas

Las entidades bancarias de distintos países y regiones se han turnado como principales prestamistas bancarios a Asia emergente (Gráfica *Crédito a Asia emergente en términos consolidados*, panel *Por prestamista*). El país o región que predominaba en cada momento dependía de los ajustes realizados en respuesta a cada una de las sucesivas crisis. Los bancos japoneses asumieron el papel de prestamistas principales en 1997, año en el que declararon aproximadamente el 42% del total de los activos internacionales consolidados<sup>10</sup> frente a los cinco países de la CFA en los que nos centramos (Gráfica *La crisis financiera asiática: principales acreedores y sus exposiciones relativas*, panel *Activos frente a Asia emergente en porcentaje del total de acreedores*). Ligeramente por detrás, los bancos de la zona del euro mantenían el 36% de esos activos (el grueso de ellos, en entidades alemanas y francesas) y los bancos del Reino Unido, el 7 por ciento.

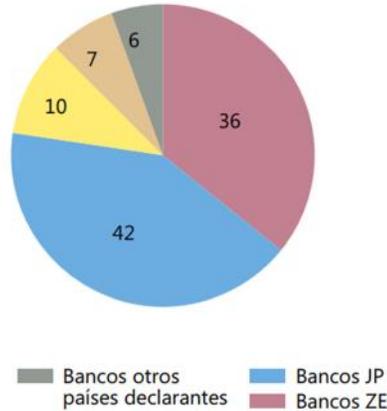
---

<sup>10</sup> De hecho, en 1997, Japón era el único país de la región que comunicaba datos consolidados.

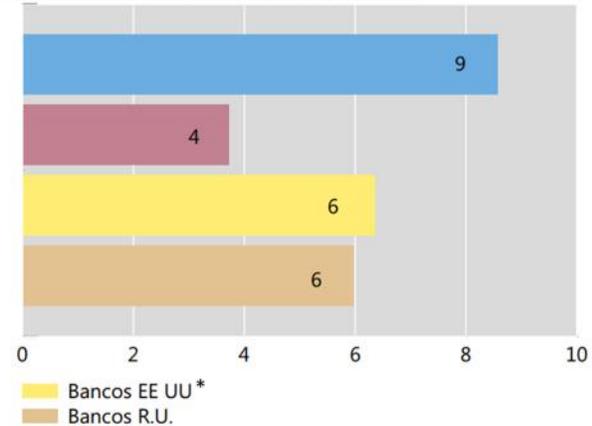
## LA CRISIS FINANCIERA ASIÁTICA: PRINCIPALES ACREEDORES Y SUS EXPOSICIONES RELATIVAS

### Activos internacionales, en T2 1997, por nacionalidad del banco prestamista<sup>1/</sup>

Activos frente a Asia emergente en porcentaje del total de acreedores



Activos frente a países en crisis, en porcentaje de la cartera global de activos internacionales<sup>2/</sup>



\* Estados Unidos de Norteamérica.

<sup>1/</sup> Activos internacionales frente a Asia emergente, que se circunscribe a los países en el epicentro de la CFA: Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

<sup>2/</sup> En T2 1997, las estadísticas bancarias consolidadas del BPI no reflejaban los activos frente a economías avanzadas. Por lo tanto, representamos los activos internacionales en proporción al total de activos transfronterizos del país matriz correspondiente a partir de las estadísticas bancarias territoriales del BPI por nacionalidad. Para estimar los datos consolidados, restamos los activos frente al sector interbancario de los activos correspondientes al total de sectores.

FUENTE: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI y estadísticas bancarias territoriales por nacionalidad; cálculos de los autores.

Tras la CFA, los bancos europeos minaron progresivamente la posición dominante de los japoneses. A mediados de 2008, las entidades niponas mantenían el 15% de los activos internacionales, mientras que los bancos de la zona del euro (35%) y del Reino Unido (14%) sumaban casi la mitad del total de activos. Los cambios en la composición de prestamistas en la propia región de Asia y Pacífico también fueron significativos. Entidades de crédito con domicilio en Australia, Hong Kong RAE y Singapur mantenían aproximadamente el 11% del total de activos regionales<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Además, algunos préstamos a Asia emergente los concedieron bancos que no presentaban información para las estadísticas bancarias del BPI por estar domiciliados fuera de los países declarantes al BPI. McGuire y van Rixtel (2012) sugiere que se trataba fundamentalmente de bancos chinos radicados en centros financieros extraterritoriales asiáticos. En el marco actual, esta parte del crédito a EME asiáticas queda fuera del alcance de nuestro análisis.

El estallido de la crisis de la deuda soberana europea en 2010 brindó a otros bancos de la región de Asia y Pacífico la oportunidad de abrirse paso en el mercado de Asia emergente. A finales de 2010, bancos japoneses y bancos regionales que operaban desde centros financieros extraterritoriales y EME de Asia representaban conjuntamente casi el 32% de todos los activos internacionales. Para entonces, las participaciones de los bancos de la zona del euro y del Reino Unido eran del 24 y el 15%, respectivamente.

La falta de datos completos y los cambios en las normas de presentación de información de las estadísticas bancarias consolidadas dificultan el seguimiento de todos los prestamistas a lo largo del tiempo. En consecuencia, circunscribimos el análisis de los tres episodios de crisis al papel desempeñado por los principales bancos internacionales con domicilio en Estados Unidos de Norteamérica, Japón, Reino Unido y la zona del euro. Conviene destacar también que en lo que sigue analizamos las exposiciones de préstamo y endeudamiento al nivel de los sistemas bancarios nacionales y no al de los bancos individuales, a fin de reflejar la estructura de las estadísticas bancarias del BPI. Como es lógico, se observa una variación significativa entre bancos, incluso dentro de un mismo país, en la forma en que ajustaron sus posiciones de préstamo y endeudamiento a lo largo de este período.

### **La crisis financiera asiática**

El detonante de la CFA fueron varios ataques especulativos contra las monedas de Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia<sup>12</sup> en julio de 1997. Estos cuatro países sufrieron acusadas depreciaciones cambiarias, pérdidas de reservas de divisas y desplomes de los mercados bursátiles. En noviembre, la crisis se extendió a Corea. La razón por la que esta crisis fue tan grave fue el contagio que se produjo (Glick y Rose

---

<sup>12</sup> Véase una recapitulación en Moreno et al (1998).

(1999)), al que contribuyeron también los cambios en el ánimo de los inversionistas (Cohen y Remolona (2008a)).

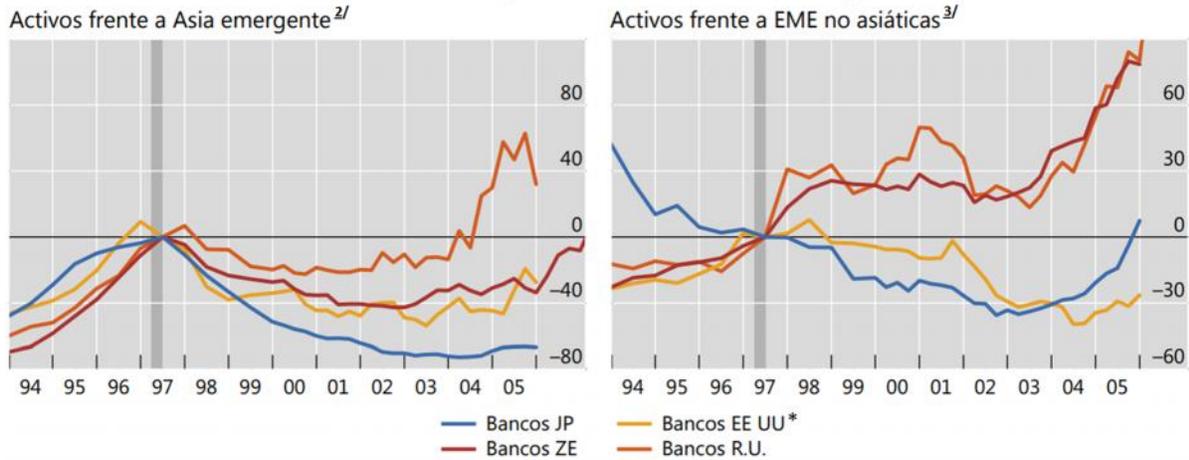
Los cinco países afectados por la crisis habían contraído las mayores deudas con bancos japoneses, entidades que, a su vez, tenían una exposición significativa al epicentro de la crisis. Poco antes de la CFA, el 42% de la deuda bancaria internacional de Asia emergente se había contraído con entidades japonesas (Gráfica *La crisis financiera asiática: principales acreedores y sus exposiciones relativas*, panel *Activos frente a Asia emergente en porcentaje del total de acreedores*). Los cinco países en crisis se hallaban también muy endeudados con bancos de la zona del euro, que mantenían el 36% de los activos. Por su parte, los bancos estadounidenses y británicos representaban el 10 y el 7%, respectivamente, del crédito internacional a Asia emergente. Los activos japoneses frente a Asia emergente constituían el 9% de su cartera mundial (Gráfica *La crisis financiera asiática: principales acreedores y sus exposiciones relativas*, panel *Activos frente a países en crisis, en porcentaje de la cartera global de activos internacionales*). Este porcentaje era superior al 6% comunicado por los bancos estadounidenses y británicos y al 4% de los bancos de la zona del euro.

La crisis se produjo en un momento especialmente desafortunado para los bancos japoneses, que en 1997 todavía sufrían las consecuencias de su burbuja financiera de finales de la década de 1980, que los dejó con numerosos préstamos perjudicados o dudosos a prestatarios nacionales de los sectores inmobiliario y corporativo (Ueda (2000)). No estaban, por tanto, en condiciones de soportar pérdidas adicionales. Como señaló McCauley y Yeaple (1994), ya antes de la crisis los bancos japoneses habían cambiado de rumbo, dejando espacio para otras entidades, sobre todo en el mercado interbancario. Así, el ritmo de expansión de los bancos japoneses en los cinco países en crisis se ralentizó con respecto al de otros prestamistas internacionales (Gráfica *El canal del prestamista común en la crisis financiera asiática*, panel *Activos frente a Asia emergente*). Una vez comenzada la crisis, el crédito de las entidades bancarias

japonesas a Asia emergente retrocedió hasta en un 72% en siete años. Los bancos japoneses también recortaron el crédito concedido a otras EME, por ejemplo, de África y Oriente Medio, América Latina y Europa, hasta un 36% en datos del tercer trimestre de 2002 (panel *Activos frente a EME no asiáticas*, línea azul). Aunque el crédito de las entidades japonesas a Asia emergente no empezó a recuperarse hasta 2004, sus préstamos a otras EME retornaron a máximos previos a la crisis en 2005. El patrón del crédito de los bancos japoneses a EME no asiáticas tras la GCF apunta por tanto a la presencia de efectos de contagio compatibles con el canal del prestamista común.

Los patrones de ajuste con motivo de la CFA que presentan otros prestamistas principales difieren notablemente, pero en general no son tan abruptos como en el caso de los bancos japoneses. La concesión de crédito por bancos estadounidenses a Asia emergente también se redujo aproximadamente a la mitad en el curso de los seis años siguientes a la CFA (Gráfica *El canal del prestamista común en la crisis financiera asiática*, líneas amarillas). Sin embargo, a diferencia de los bancos japoneses, el préstamo internacional de las entidades estadounidenses a otras EME después de 1997 prácticamente no cambió en un primer momento, aunque después de 2001 sí tendieron a reducir significativamente su crédito a EME. El préstamo a Asia emergente de bancos de la zona del euro había disminuido hasta en un 43% hasta finales de 2002, pero comenzó a recuperarse en 2003 (Gráfica *El canal del prestamista común en la crisis financiera asiática*, líneas rojas). Pese a su mayor exposición a los prestatarios afectados por la crisis, los bancos del Reino Unido protagonizaron la retirada menos acusada y para 2004 ya se habían recuperado plenamente (Gráfica *El canal del prestamista común en la crisis financiera asiática*, líneas naranjas). Al contrario que sus homólogos estadounidenses y japoneses, los bancos de la zona del euro y del Reino Unido no recortaron en ningún momento su exposición a otras EME tras la CFA, y de hecho incluso la ampliaron, especialmente a partir de 2003.

**EL CANAL DEL PRESTAMISTA COMÚN EN LA CRISIS FINANCIERA ASIÁTICA**  
**Activos internacionales frente a EME, por nacionalidad del banco prestamista, T2 1997 = 0<sup>1/</sup>**



Nota: La barra gris indica el inicio de la crisis.

\* Estados Unidos de Norteamérica.

<sup>1/</sup> Variaciones porcentuales con respecto al inicio de la CFA.

<sup>2/</sup> Asia emergente se circunscribe a los países en el epicentro de la CFA: Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

<sup>3/</sup> Economías de mercado emergentes de África y Oriente Medio, América Latina y Europa.

FUENTE: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI; cálculos de los autores.

A raíz de todas estas variaciones, la composición de bancos acreedores en Asia emergente cambió de forma sustancial en el decenio siguiente a la CFA. Los bancos de la zona del euro y del Reino Unido ampliaron su participación en este mercado y las entidades de crédito estadounidenses siguieron parcialmente sus pasos. En cambio, los bancos japoneses perdieron cuota de mercado. En junio de 2008, poco antes de que comenzara la GCF, los principales bancos acreedores de Asia emergente eran los bancos europeos. Las entidades de crédito de la zona del euro y del Reino Unido tenían conjuntamente casi el 50% de los activos internacionales consolidados frente a los cinco países asiáticos, mientras que solo un 15% correspondía a bancos japoneses.

### La Gran Crisis Financiera

La GCF que desencadenaron los impagos de hipotecas *subprime* en Estados Unidos de Norteamérica se vio amplificada por la retirada masiva de inversionistas del mercado de repo estadounidense y los impagos de bonos de titulización de deuda (Cohen y

Remolona (2008b)). En agosto de 2008, el mercado interbancario europeo se paralizó y el BCE tuvo que dar un paso al frente e inyectar liquidez. En septiembre, *Lehman Brothers* y *Washington Mutual* quebraron y varias instituciones más fueron absorbidas por competidores o recibieron ayudas del sector público. La crisis tenía su epicentro en Estados Unidos de Norteamérica, pero afectó a bancos internacionales de todo el mundo. Para muchos bancos no estadounidenses se manifestó, en parte, en una escasez de dólares relacionada con problemas en el mercado interbancario (McGuire y von Peter (2009)).

A diferencia de la CFA, los principales prestamistas a Asia emergente antes de la GCF no eran al mismo tiempo los más expuestos al epicentro de la crisis, Estados Unidos de Norteamérica. Los bancos japoneses declararon la mayor exposición total, con un 28% de sus activos internacionales invertidos en Estados Unidos de Norteamérica. En el caso de las entidades británicas, los prestatarios estadounidenses representaban el 22% de sus activos internacionales, mientras que la exposición de los bancos de la zona del euro era de tan solo el 10% (Gráfica *La Gran Crisis Financiera: exposiciones de los principales acreedores y sus respuestas en Asia*, panel *Activos frente a Estados Unidos de Norteamérica, en porcentaje de la cartera global de activos internacionales, T2 2008*). Si se tienen en cuenta los activos en moneda local de entidades pertenecientes a estos grupos bancarios domiciliadas en Estados Unidos de Norteamérica, la exposición de los bancos acreedores japoneses a Estados Unidos de Norteamérica aumenta hasta el 32% de su cartera global, mientras que las de los bancos del Reino Unido y de la zona del euro se incrementan hasta el 30 y el 15% respectivamente<sup>13</sup>.

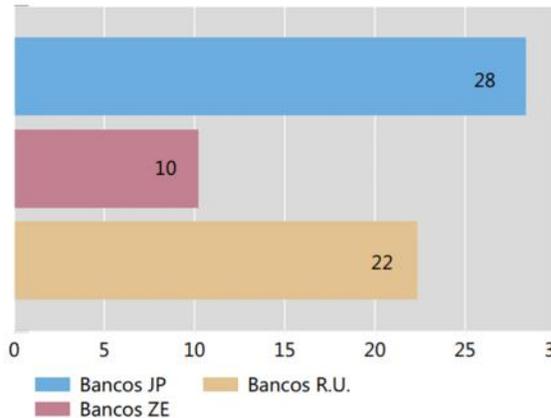
---

<sup>13</sup> En las estadísticas bancarias internacionales del BPI, este agregado se denomina “activos exteriores”. Esta categoría incluye activos transfronterizos y activos locales, estos últimos consistentes en el crédito concedido por las filiales de bancos extranjeros situadas en el mismo país que el prestatario.

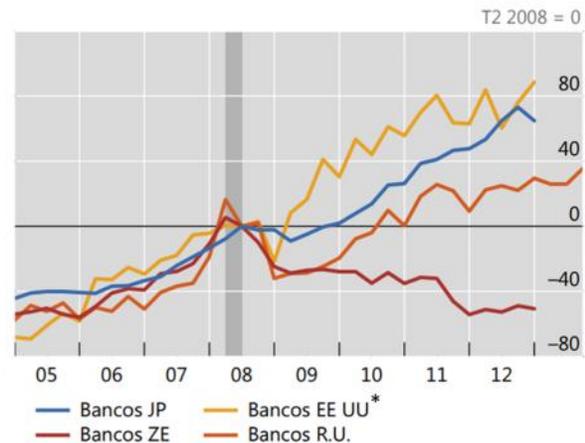
## LA GRAN CRISIS FINANCIERA: EXPOSICIONES DE LOS PRINCIPALES ACREEDORES Y SUS RESPUESTAS EN ASIA

### Activos internacionales, por nacionalidad del banco prestamista

Activos frente a Estados Unidos, en porcentaje de la cartera global de activos internacionales, T2 2008



Activos frente a Asia emergente<sup>1/</sup>



Nota: La barra gris indica el inicio de la crisis.

\* Estados Unidos de Norteamérica.

<sup>1/</sup> Activos internacionales frente a Asia emergente, que se circunscribe a los países en el epicentro de la CFA: Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. Variaciones porcentuales con respecto al inicio de la Gran Crisis Financiera.

FUENTE: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI; cálculos de los autores.

Sin embargo, las posiciones de algunos bancos les hicieron incurrir en mayores pérdidas que las de otras entidades. Las exposiciones de los bancos europeos presentaban un fuerte sesgo hacia activos que acusaron inmediatamente el estallido de la burbuja de las hipotecas *subprime* estadounidenses. En cambio, la exposición de los bancos japoneses a prestatarios estadounidenses se concentraba en activos seguros, como los títulos del Tesoro estadounidense. Como expone Amiti et al (2017), las entidades de crédito japonesas nunca sucumbieron a la vorágine de la financiación estructurada. Entre 2002 y 2007 se afanaron en reestructurar sus balances tras las enormes cancelaciones contables que tuvieron que soportar en los primeros años de la década<sup>14</sup>.

Ante las sustanciales y crecientes pérdidas que les deparaban sus exposiciones a Estados Unidos de Norteamérica, los bancos de la zona del euro y del Reino Unido

<sup>14</sup> Véase un análisis de las reformas de los bancos japoneses en McGuire (2002).

recortaron el préstamo a prestatarios asiáticos, una nueva manifestación de las repercusiones del canal del prestamista común. En el transcurso de dos trimestres, el crédito internacional de las entidades británicas a Asia emergente se contrajo un 32% aproximadamente. Sin embargo, a principios de 2009 repuntó y a mediados de 2010 ya había vuelto a su nivel de 2008 (*Gráfica La Gran Crisis Financiera: exposiciones de los principales acreedores y sus respuestas en Asia*, panel *Activos frente a Asia emergente*). Los bancos de la zona del euro también se retiraron de Asia emergente. En el plazo de tres trimestres, su saldo vivo de activos cayó un 29% y luego se mantuvo relativamente constante hasta el estallido de la crisis de la deuda soberana europea.

En cambio, los bancos acreedores japoneses prácticamente no redujeron su volumen de préstamos a Asia emergente. De hecho, ser uno de los pocos sistemas bancarios principales con balances suficientemente saneados les permitió ampliar su actividad de crédito a escala internacional. En tan solo un año y medio, los activos de las entidades de crédito japonesas volvieron a su nivel de mediados de 2008 y empezaron a crecer con fuerza (*Gráfica La Gran Crisis Financiera: exposiciones de los principales acreedores y sus respuestas en Asia*, panel *Activos frente a Asia emergente*).

Como en 1997, la composición de bancos acreedores que prestaban a Asia emergente cambió después de la crisis. Aunque los bancos europeos se mantuvieron como principales prestamistas a Asia emergente, su posición ya no era tan dominante. A finales de 2010, los acreedores europeos (es decir, los bancos de la zona del euro y el Reino Unido) representaban conjuntamente algo menos del 40% del total de activos internacionales frente a Asia emergente. Las entidades japonesas y estadounidenses continuaban siendo importantes acreedores, con sendas cuotas de mercado próximas al 20 por ciento.

## La crisis de la deuda soberana europea

Comparada con la que golpeó al continente asiático, la crisis de la deuda soberana europea fue una crisis de combustión lenta. Grecia perdió el acceso al mercado de deuda en mayo de 2010, pero en un primer momento los demás países europeos no se vieron afectados. Más tarde serían Irlanda, en noviembre de 2010, y Portugal, en abril de 2011, los países que perderían la capacidad de financiarse en el mercado. Al final también Italia y España tuvieron problemas para captar financiación. A efectos de nuestro estudio, fechamos el inicio de la crisis en el último trimestre de 2010, aunque la elección de la fecha de inicio exacta no afecta a nuestras conclusiones.

En lo que respecta a su exposición a los países en crisis —que definimos como España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal—, destacan como es lógico los bancos de la zona del euro. Sus activos frente a estos cinco países suponían el 15% del total de sus activos internacionales (Gráfica *La crisis de la deuda europea: exposiciones de los principales acreedores y sus respuestas en Asia*, panel *Activos frente a países en crisis1*, en *porcentaje de la cartera global de activos internacionales, T4 2010*). Los bancos acreedores británicos y estadounidenses presentaban también una exposición considerable, con participaciones del 10 y del 7%, respectivamente. En esta ocasión la exposición de los bancos japoneses era mucho menor, con un porcentaje de tan solo el 4 por ciento.

Los patrones de ajuste del crédito en Asia emergente en respuesta a la crisis europea apuntan una vez más a la presencia de un canal del prestamista común. Los bancos más expuestos se retiraron, mientras que los que tenían exposiciones más reducidas aprovecharon para incrementar su cuota de mercado. Con el epicentro de la crisis a tantos kilómetros de distancia, era improbable que Asia emergente registrara una fuerte contracción de su propia demanda de crédito. Por eso es probable que las contracciones

de los flujos de crédito se debieran más bien a los efectos del canal del prestamista común sobre su oferta.

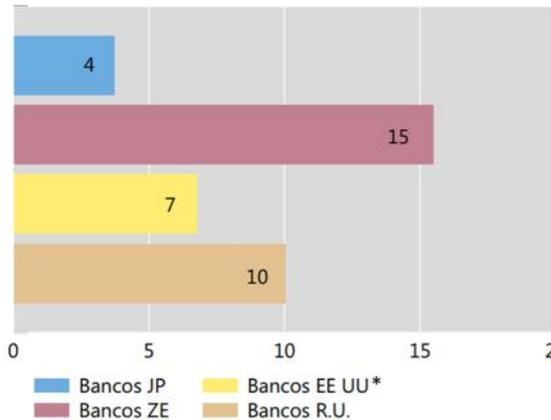
De la misma forma que los bancos japoneses con exposiciones significativas en su región de origen recortaron el préstamo al resto del mundo durante la CFA, los bancos de la zona del euro lo redujeron sobre todo a los prestatarios radicados en las lejanas EME. Los activos mantenidos por los bancos de la zona del euro disminuyeron casi en un 30% en el transcurso de un año (Gráfica *La crisis de la deuda europea: exposiciones de los principales acreedores y sus respuestas en Asia*, panel *Activos frente a Asia emergente*).

Al mismo tiempo, se incrementaron los activos mantenidos por otros sistemas bancarios principales frente a Asia emergente. El préstamo concedido por entidades del Reino Unido se disparó en torno a un 20% en un primer momento, para mantenerse después durante unos cinco años por encima de su nivel previo a la crisis. Mientras que los activos de bancos japoneses frente a Asia emergente se incrementaron de manera bastante continua, en aproximadamente dos tercios en dos años, el préstamo de los bancos estadounidenses presentó una evolución más volátil durante el mismo período.

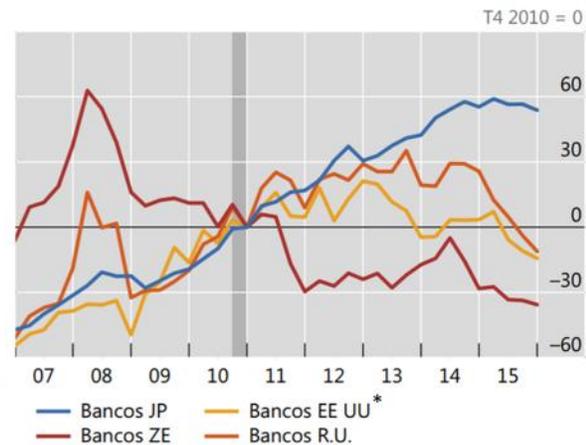
## LA CRISIS DE LA DEUDA EUROPEA: EXPOSICIONES DE LOS PRINCIPALES ACREEDORES Y SUS RESPUESTAS EN ASIA

### Activos internacionales, por nacionalidad del banco prestamista

Activos frente a países en crisis<sup>1/</sup>, en porcentaje de la cartera global de activos internacionales, T4 2010



Activos frente a Asia emergente<sup>2/</sup>



Nota: La barra gris indica el inicio de la crisis.

\* Estados Unidos de Norteamérica.

<sup>1/</sup> España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

<sup>2/</sup> Activos internacionales frente a Asia emergente, que se circunscribe a los países en el epicentro de la CFA: Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. Variaciones porcentuales con respecto al inicio de la crisis de la deuda soberana europea.

FUENTE: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI; cálculos de los autores.

### Situación actual de Asia emergente

A primera vista, los riesgos derivados del canal del prestamista común que Asia emergente afronta en la actualidad son mucho menos preocupantes que en el pasado. En términos de PIB regional, el endeudamiento internacional que actualmente contrae Asia emergente es muy inferior al de hace dos decenios. En 1997, los activos internacionales consolidados de los bancos declarantes al BPI frente a los cinco países prestatarios asiáticos en los que centramos nuestro análisis ascendían al 21% de su PIB agregado. En el tercer trimestre de 2017, dichos activos se habían reducido hasta representar tan solo el 11% (Gráfica *Crédito a Asia emergente* en términos consolidados).

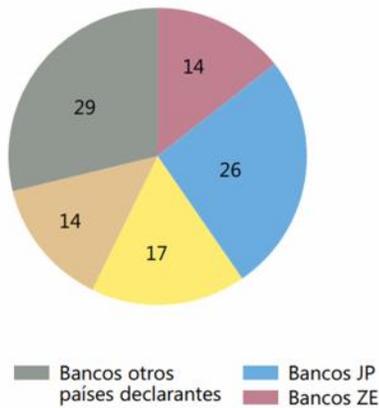
En términos de exposiciones, los activos de los acreedores tradicionales frente a Asia emergente se han contraído sustancialmente en porcentaje de sus carteras globales a lo

largo de los últimos 20 años. En el tercer trimestre de 2017, los activos internacionales frente a Asia emergente de los bancos del Reino Unido, Estados Unidos de Norteamérica y Japón representaban aproximadamente el 3% de sus respectivas carteras globales (Gráfica *Asia emergente hoy: cuotas de mercado y exposiciones de los principales acreedores*, panel *Activos frente a Asia emergente, en porcentaje de la cartera global de activos internacionales*). Este porcentaje es, en el caso de los bancos japoneses, solo un tercio de la cifra de 1997, mientras que los porcentajes de los bancos estadounidenses y británicos prácticamente se redujeron a la mitad. Durante el mismo período, los bancos de la zona del euro recortaron su exposición del 4 al 1 por ciento.

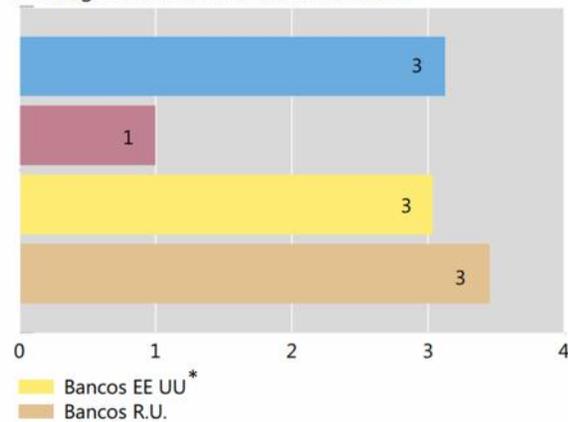
**ASIA EMERGENTE<sup>1/</sup> HOY: CUOTAS DE MERCADO Y EXPOSICIONES DE LOS PRINCIPALES ACREEDORES**

**Activos internacionales, en T3 2017, por nacionalidad del banco prestamista**

Activos frente a Asia emergente en porcentaje del total de acreedores



Activos frente a Asia emergente, en porcentaje de la cartera global de activos internacionales



\* Estados Unidos de Norteamérica.

<sup>1/</sup> Asia emergente se circunscribe a los países en el epicentro de la CFA: Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

FUENTE: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI; cálculos de los autores.

Además, parece que Asia emergente está endeudándose con un elenco de prestamistas más diversificado cuyas cuotas de mercado se han distribuido de forma más uniforme. La región todavía cubre cerca de un cuarto de sus necesidades de financiación internacional con préstamos de bancos de Japón (Gráfica *Asia emergente hoy: cuotas de mercado y exposiciones de los principales acreedores*, panel *Activos frente a Asia*

*emergente en porcentaje del total de acreedores*). Sin embargo, aproximadamente el 17% de los activos internacionales los mantienen bancos estadounidenses, al tiempo que la zona del euro y el Reino Unido continúan siendo importantes acreedores, con sendas participaciones en torno al 14 por ciento.

La reducción de la participación de los prestamistas tradicionales ha llevado aparejado un aumento de la de bancos de -Otros países declarantes-. Como señala Remolona y Shim (2015), es probable que la dinámica de integración bancaria regional de los estados miembros de ASEAN se traduzca en un volumen de préstamo intrarregional aún mayor. McGuire y van Rixtel (2012) afirma también que los bancos chinos radicados en centros financieros extraterritoriales como Hong Kong contribuyen de manera significativa a la actividad de crédito internacional de estos nuevos prestamistas en Asia emergente.

Los bancos chinos se han convertido en un proveedor cada vez más importante de crédito bancario internacional a prestatarios tanto de dentro como de fuera de Asia. En este momento, China no presenta información sobre activos bancarios consolidados. La utilización exclusiva de los datos territoriales del BPI por nacionalidad, que sí presenta China, ofrece una imagen incompleta de la presencia global de los bancos. No obstante, atendiendo a las estadísticas bancarias territoriales del BPI del tercer trimestre de 2017, los bancos chinos ocupan actualmente el sexto puesto mundial como acreedores internacionales, con activos financieros transfronterizos por valor de unos dos billones de dólares. Como señala Hu y Wooldridge (2016), los bancos chinos son acreedores netos en el sistema bancario internacional. Además, cuando prestan en el extranjero, lo suelen hacer en dólares estadounidenses. En términos absolutos, los bancos chinos son el tercer mayor proveedor de dólares estadounidenses al sistema bancario internacional.

De cara al futuro, el canal del prestamista común constituiría un riesgo especialmente grave para Asia emergente si la perturbación procediera de los propios prestatarios

asiáticos, como ocurrió en la CFA, y si los mayores prestamistas a la región tuvieran al mismo tiempo una exposición elevada a esta en relación al volumen total de sus carteras globales. De entre todos los bancos domiciliados en economías avanzadas, los bancos japoneses destacan todavía por sus grandes exposiciones a la región. Sin embargo, a medida que el nuevo grupo de prestamistas asiáticos continúe ampliando tanto su actividad de préstamo a la región como su presencia global en EME, es posible que el canal del prestamista común vuelva a hacerse notar a través de este nuevo grupo de acreedores como un posible mecanismo de contagio.

## **Conclusiones**

Como en el juego de las sillas musicales, los bancos que han dominado el negocio del préstamo a Asia emergente han ido intercambiando posiciones a lo largo de los dos últimos decenios. Los cambios en la composición de bancos acreedores modifican la forma en que los efectos de contagio del canal del prestamista común se manifiestan durante una crisis.

Hemos observado que los efectos de contagio del canal del prestamista común han desempeñado un papel en la configuración de los flujos bancarios internacionales a Asia emergente y en la composición de bancos acreedores en la región durante los últimos 20 años. La evidencia empírica sugiere que este canal fue una importante fuente de contagio durante la crisis financiera asiática de 1997–1998, especialmente con respecto al crédito a EME de fuera de la región asiática. Diez años después, durante la Gran Crisis Financiera, los bancos de la zona del euro redujeron el préstamo a Asia como consecuencia de sus exposiciones tóxicas a Estados Unidos de Norteamérica. La crisis de la deuda soberana europea de 2010 reforzó esa retirada.

En los últimos años se ha observado un retorno de la banca regional en Asia. Los bancos japoneses vuelven a ser protagonistas, pero ya no dominan esta actividad de préstamo en la medida en que lo hacían antes de 1997. Ahora ha surgido otro grupo importante

de prestamistas de la región, que incluye a los bancos chinos y posiblemente a otros bancos radicados en centros financieros territoriales de Hong Kong y Singapur, aunque con domicilio en otros países. Muy probablemente, estos nuevos prestamistas continuarán expandiendo su actividad en el futuro.

Ante perturbaciones, los bancos chinos bien podrían desempeñar un papel importante como prestamistas comunes. Siendo el sexto mayor grupo de acreedores internacionales del mundo, su presencia global no solo comprende economías de mercado emergentes, sino también economías avanzadas y centros financieros extraterritoriales de todo el mundo.

**Fuente de información:**

[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1803b\\_es.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803b_es.pdf)

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

El 22 de marzo 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. En el presente Informe al Consejo se incluye el apartado de Rasgos básicos y los temas 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; Evolución de las finanzas públicas de la Zona del Euro y los Recuadros: Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 1 de noviembre de 2017 y el 30 de enero de 2018; La fiabilidad de la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro y el recuadro de La orientación de la política fiscal durante períodos de expansión anteriores.

## **Rasgos básicos**

En su reunión de política monetaria del 8 de marzo de 2018, el Consejo de Gobierno concluyó que aún es necesario un grado considerable de estímulo monetario para que las presiones sobre la inflación subyacente continúen aumentando y respalden la evolución de la inflación general a mediano plazo. La información disponible desde la última reunión de política monetaria celebrada en enero, que incluye las nuevas proyecciones elaboradas por los expertos del BCE, confirmó un dinamismo intenso y generalizado del crecimiento de la economía de la zona del euro que, según las proyecciones, se expandirá a corto plazo a un ritmo ligeramente más rápido de lo que se esperaba. Estas perspectivas de crecimiento corroboraron la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación convergerá hacia el objetivo de una tasa inferior, aunque próxima, al 2% a mediano plazo. Al mismo tiempo, los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron contenidos y no muestran aún signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. En este contexto, el Consejo de Gobierno seguirá vigilando la evolución de los tipos de cambio y de las condiciones financieras en relación con sus posibles implicaciones para las perspectivas de estabilidad de precios a mediano plazo. El apoyo monetario continuado necesario para que las tasas de inflación retornen de forma sostenida hacia niveles inferiores, pero cercanos, al 2%, procede de las compras netas de activos, del considerable volumen de activos adquiridos y sus próximas reinversiones, y de las indicaciones sobre la evolución futura de las tasas de interés.

## **Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 8 de marzo de 2018**

El ritmo de expansión de la economía mundial fue aún más rápido en la segunda mitad de 2017 y está proporcionando un impulso adicional a las exportaciones de la zona del euro. Se espera que la actividad económica mundial siga siendo intensa en el futuro, aunque el ritmo de crecimiento se irá moderando gradualmente. Se prevé que el

comercio mundial mantenga un crecimiento sostenido en el corto plazo y que la inflación aumente lentamente a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar a nivel global.

En el actual contexto de expansión económica, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado desde mediados de diciembre de 2017. No obstante, los diferenciales de los valores de renta fija privada se han mantenido prácticamente estables y los diferenciales medios de la deuda soberana con respecto a la tasa *swap* del *eonía* se han reducido ligeramente en general. Los precios de las acciones han disminuido en un entorno de elevada volatilidad. En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado en términos efectivos nominales.

La expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores, con un crecimiento del PIB del 0.6%, en tasa trimestral, en el cuarto trimestre de 2017. La mejora del empleo, favorecida también por anteriores reformas en los mercados de trabajo, y el aumento de la riqueza de los hogares sustentan el consumo privado. La inversión empresarial continúa fortaleciéndose debido a unas condiciones de financiamiento muy favorables, a la mejora de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. Además, la inversión en vivienda ha seguido creciendo en los últimos trimestres. Asimismo, la expansión generalizada a nivel mundial está impulsando las exportaciones de la zona del euro.

Este análisis se refleja también ampliamente en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018, que prevén un crecimiento anual del PIB del 2.4% en 2018, el 1.9% en 2019 y el 1.7% en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2018 y se mantienen inalteradas para los años posteriores. Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento están, en general, equilibrados. Por un lado,

el actual impulso cíclico podría reforzar el crecimiento a corto plazo. Por otro, los riesgos a la baja siguen estando relacionados principalmente con factores de carácter global, como el aumento del proteccionismo y la evolución de los mercados de divisas y otros mercados financieros.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación anual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) de la zona del euro disminuyó hasta el 1.2% en febrero, desde el 1.3% registrado en enero. Ello se debió fundamentalmente a efectos de comparación negativos de la inflación de los precios de los alimentos no elaborados. Más adelante, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación anual fluctúen en torno al 1.5% durante el resto del año. Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron contenidos, pero se espera que aumenten de forma gradual a mediano plazo, respaldados por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica, por la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y por el mayor crecimiento de los salarios.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1.4% en 2018, el 1.4% en 2019 y el 1.7% en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja para 2019, pero se mantienen inalteradas para 2018 y 2020. Se espera que los retrocesos del componente energético del IAPC en 2018 y 2019 se vean compensados, en gran medida, por el avance de la inflación subyacente, proyectándose que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, pase del 1.1% en 2018 al 1.5% en 2019 y al 1.8% en 2020.

Las proyecciones macroeconómicas más recientes también prevén una reducción adicional del déficit presupuestario de la zona del euro a lo largo del horizonte de proyección, principalmente como consecuencia de unas condiciones cíclicas favorables y de la disminución de los pagos por intereses. A tenor de las proyecciones, la orientación general media de la política fiscal de la zona del euro seguirá siendo prácticamente neutral en 2018-2020. Aunque la proporción de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continuará descendiendo, todavía se mantendrá en niveles elevados. La actual expansión económica requiere la reconstitución de los colchones fiscales.

El análisis monetario puso de relieve que el agregado monetario amplio siguió creciendo a un ritmo sólido, a una tasa anual del 4.6% en enero de 2018 — sin cambios con respecto al mes anterior—, debido al impacto de las medidas de política monetaria del BCE y del bajo costo de oportunidad de mantener los depósitos más líquidos. En consecuencia, el agregado monetario estrecho (M1) continuó siendo el factor que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. Al mismo tiempo, prosiguió la recuperación del crecimiento del crédito al sector privado. La transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas siguió respaldando las condiciones de financiamiento de las empresas y los hogares, el acceso al financiamiento — principalmente de las pequeñas y medianas empresas— y el flujo del crédito en el conjunto de la zona del euro.

### **Decisiones de política monetaria**

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno confirmó la necesidad de mantener un grado amplio de acomodación monetaria con el fin de asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación las tasas de interés oficiales del BCE y sigue esperando que permanezca 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 su intención de continuar con las compras netas de activos al actual ritmo mensual de 30 mil millones de euros 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 reiteró que el Eurosistema continuará reinvertiendo los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos a medida 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**

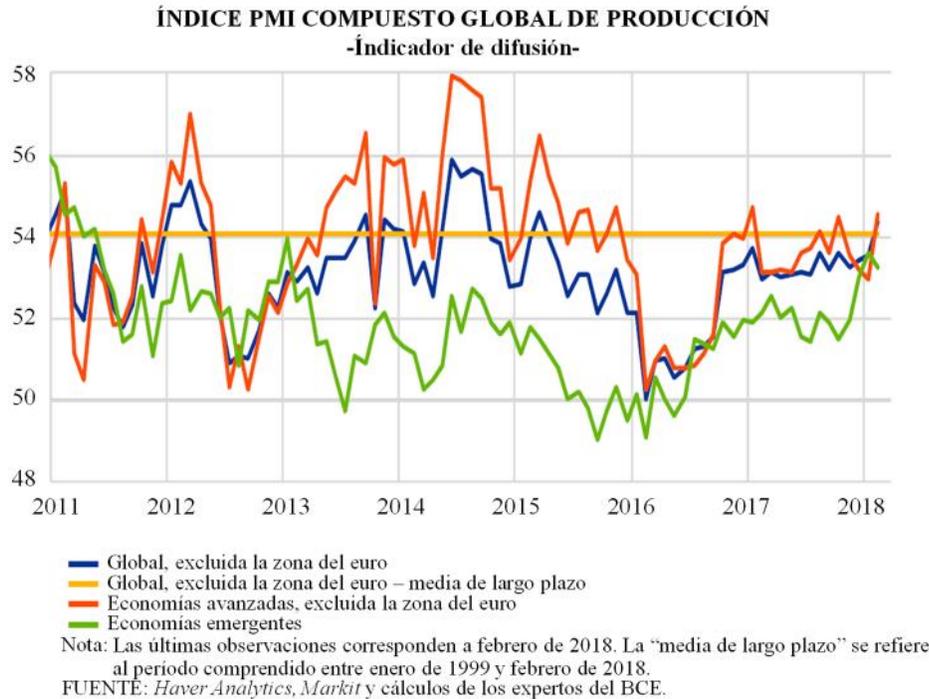
El ritmo de expansión de la economía mundial fue aún más rápido en la segunda mitad de 2017. Se espera que la actividad económica global mantenga su vigor en el futuro, aunque el ritmo de crecimiento experimentará una moderación gradual. Para las economías avanzadas, las perspectivas son de una expansión robusta, reforzada por el importante estímulo fiscal en Estados Unidos de Norteamérica. En el caso de las economías emergentes, las perspectivas se ven respaldadas por el fortalecimiento de la actividad en los países exportadores de materias primas. Se prevé que el crecimiento del comercio mundial mantenga su dinamismo en el corto plazo, al tiempo que se espera que la inflación aumente con lentitud a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar a nivel global.

### **Actividad económica y comercio mundial**

El ritmo de expansión de la economía mundial se intensificó en la segunda mitad de 2017. En general, los datos publicados en ese período sorprendieron favorablemente tanto en las economías avanzadas como, en menor medida, en las emergentes. Los datos

del PIB disponibles para los distintos países apuntan a una expansión sostenida de la actividad económica global en el último trimestre del año. En concreto, el crecimiento del PIB de Estados Unidos de Norteamérica demostró capacidad de resistencia en el segundo semestre de 2017, eliminando el impacto de los huracanes. En Japón, la actividad económica también se mantuvo dinámica, beneficiándose del apoyo de las políticas aplicadas, de la sólida creación de empleo y de una demanda externa en recuperación. En cambio, el crecimiento del PIB en Reino Unido continuó siendo relativamente débil en 2017, pese al moderado repunte que experimentó en la segunda mitad del año. En las economías emergentes, la actividad se ha apoyado en la resistencia del crecimiento en India y China, al tiempo que Brasil y Rusia continuaron recuperándose de las profundas recesiones que han atravesado, aunque a un ritmo muy gradual.

Los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento mundial sostenido en el corto plazo. En el último trimestre de 2017, el índice de directores de compras *Purchasing Managers Index* (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) se mantuvo en un nivel similar al registrado en el trimestre anterior, ligeramente por encima del alcanzado en la primera mitad del año y próximo a su media de largo plazo, y mejoró ligeramente en enero y en enero y febrero, lo que sugiere que la actividad mundial continuaba registrando una vigorosa expansión al inicio de 2018.



Las condiciones financieras globales siguen respaldando las perspectivas mundiales, pero en las últimas semanas se han endurecido. Tras un período de elevado optimismo y de pronunciados incrementos de las valoraciones en los mercados de renta variable, los mercados bursátiles comenzaron a sufrir fuertes pérdidas a principios de febrero, al tiempo que se produjo un repunte de la volatilidad. Las turbulencias observadas en los mercados financieros siguieron concentrándose en los de renta variable, y aunque la corrección fue sustancial, solo revirtió las ganancias obtenidas desde comienzos del año. No obstante, la volatilidad registrada en los mercados se produjo en un entorno de aumento constante de los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos de Norteamérica durante los tres meses anteriores, en un contexto de creciente nerviosismo entre los inversionistas en torno a las perspectivas de inflación y a la posibilidad de un endurecimiento de la política monetaria más rápido de lo esperado. La curva de futuros sobre fondos federales se ha desplazado al alza en las últimas semanas, tras el aumento de las tasas de interés en diciembre. Los mercados siguen anticipando un endurecimiento gradual y actualmente están descontando el próximo incremento de las tasas de interés oficiales en marzo de este año y tres incrementos en el conjunto del año,

en línea con las proyecciones de diciembre del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Las expectativas de tasas de interés también se desplazaron al alza en Reino Unido, tras la dureza del tono del Informe de Inflación de febrero del Banco de Inglaterra. En cambio, el Banco de Japón ha continuado aplicando una orientación muy acomodaticia, manteniendo los rendimientos a diez años próximos a cero en línea con su programa para controlar la pendiente de la curva de rendimientos. En China, el banco central trató de disminuir el apalancamiento del sistema financiero y contener los riesgos para la estabilidad financiera con un endurecimiento de las condiciones financieras durante 2017, elevando las tasas de interés de las operaciones de mercado abierto con vistas a conducir las tasas de interés interbancarias al alza. En otras economías emergentes, en particular en Brasil y Rusia, las tasas de interés oficiales han vuelto a reducirse porque las presiones inflacionistas han remitido.

De cara al futuro se espera que el crecimiento de la actividad económica mundial siga mostrando capacidad de resistencia antes de moderarse ligeramente a mediano plazo. Para las economías avanzadas, las perspectivas son de una expansión robusta, ahora reforzada por el impacto fiscal adicional procedente de la reforma tributaria en Estados Unidos de Norteamérica y del acuerdo del Congreso para aumentar el gasto. Sin embargo, se prevé que el crecimiento se desacelerará en el futuro, a medida que la recuperación se afiance en algunos países y las brechas de producción pasen a ser más positivas. En el caso de las economías emergentes, las perspectivas se ven respaldadas por el fortalecimiento de la actividad en los países exportadores de materias primas como Brasil y, en menor medida, Rusia. Al mismo tiempo, el crecimiento sigue siendo sólido en India, al tiempo que la actividad continúa mostrando una tendencia gradual a la baja a largo plazo en China.

Se prevé que el ritmo de expansión mundial se mantenga por debajo de los niveles anteriores a la crisis, en línea con el menor crecimiento potencial. Las estimaciones del BCE sugieren que el potencial de crecimiento se ha reducido en la mayoría de las

economías avanzadas y emergentes en los últimos años. En las primeras, todos los componentes afectan el potencial, aunque esto es especialmente aplicable a las contribuciones del empleo y de la productividad total de los factores (PTF). Las contribuciones del capital también se mantienen por debajo de sus medias históricas, ya que el debilitamiento de las expectativas relativas a las perspectivas de crecimiento y el aumento de la incertidumbre ha aplazado las decisiones de inversión. La inversión ha experimentado una moderación similar en las economías emergentes, en particular en los países exportadores de materias primas, pero también en China en respuesta a su proceso de reequilibrio y al impulso político para contener el apalancamiento. No obstante, la PTF fue el principal factor determinante de la disminución del potencial en las economías emergentes. En general se espera que el avance del producto potencial se mantenga prácticamente estable en las economías avanzadas en el mediano plazo, pese al ligero aumento del crecimiento potencial previsto en Estados Unidos de Norteamérica en 2019-2020, al tiempo que se espera que continúe reduciéndose en las economías emergentes.

En Estados Unidos de Norteamérica se prevé que la actividad se mantenga vigorosa, apoyada en la fortaleza de la demanda interna. Se espera que la actual expansión continúe como consecuencia del firme crecimiento de la inversión y del gasto en consumo, a medida que las tensiones en el mercado de trabajo se plasmen de manera paulatina en un mayor crecimiento de los salarios y que las condiciones financieras, todavía favorables, incrementen la riqueza. Se prevé que la aprobación de la legislación de reforma tributaria en diciembre y el aumento del techo de gasto acordado en febrero den un mayor impulso a la demanda interna.

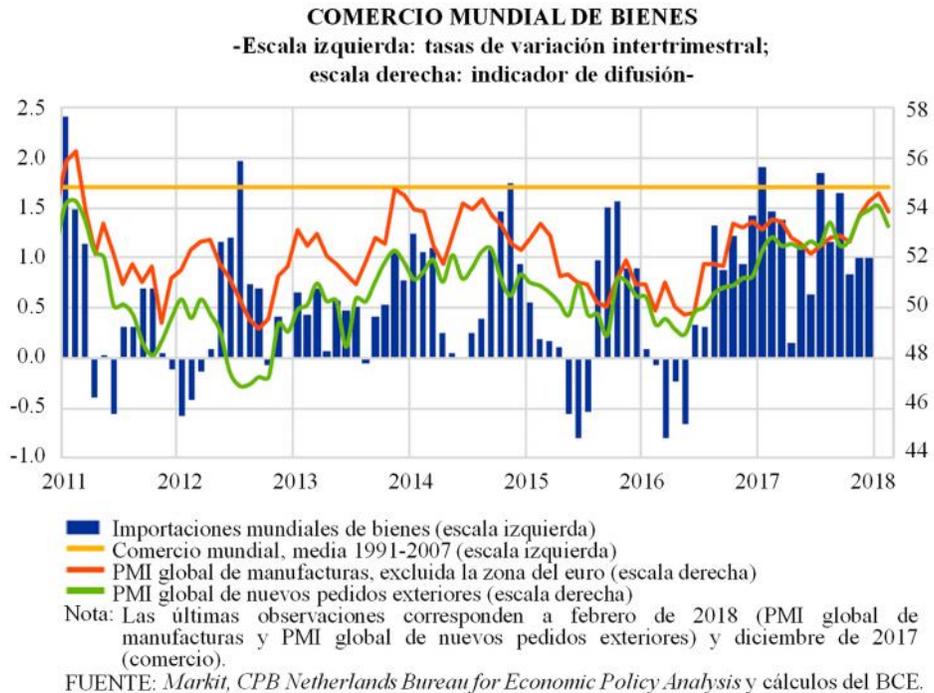
En Reino Unido se espera que el crecimiento del PIB real siga siendo débil pero resistente. La actividad económica experimentó un repunte moderado en la segunda mitad de 2017, tras desacelerarse considerablemente en la primera mitad del año. De cara al futuro, el impulso procedente del mayor crecimiento de la demanda exterior neta

en los próximos trimestres y una ligera recuperación de la inversión contribuirán a la capacidad de resistencia del crecimiento del PIB en este país.

En Japón se prevé que la expansión económica se desacelere gradualmente. Se espera que la actividad económica continúe siendo relativamente sólida en el corto plazo, beneficiándose del actual impulso positivo y de la orientación acomodaticia de la política monetaria. Sin embargo, a más largo plazo se prevé que el crecimiento experimente una desaceleración gradual. Aparte del menor apoyo de la política fiscal y de una capacidad productiva sin utilizar que está reduciéndose con rapidez, la desaceleración prevista también refleja el impacto favorable de la inversión en infraestructuras relacionadas con los Juegos Olímpicos de 2020.

En China, la actividad continúa su expansión a un ritmo vigoroso, respaldada por la fortaleza del consumo y un mercado de la vivienda todavía pujante. Las perspectivas a corto plazo están dominadas por el hecho de que las autoridades han considerado prioritaria la estabilidad del crecimiento y la reducción de los riesgos financieros. A mediano plazo, la hipótesis es que se continuarán aplicando reformas estructurales de forma gradual, lo que resultará en una desaceleración ordenada del crecimiento.

En los países de Europa Central y Oriental, la actividad económica mantendrá su vigor, aunque a un ritmo más moderado que en 2017. En estos países, la actividad económica creció con fuerza en 2017, impulsada por un repunte de la inversión y la fortaleza del consumo privado. De cara al futuro se espera que continúe sustentándose en los elevados flujos de inversión vinculados a la absorción de fondos de la Unión Europea (UE), el sólido gasto en consumo y las mejoras de los mercados de trabajo.



La actividad económica se está fortaleciendo gradualmente en los grandes países exportadores de materias primas. En Rusia, los indicadores adelantados señalan una caída temporal de la actividad económica en el último trimestre de 2017, tras el vigoroso crecimiento registrado en la primera mitad del año, ya que la producción industrial disminuyó. A mediano plazo se espera una expansión moderada de la actividad, en un contexto de retos fiscales que están afectando al entorno empresarial, de debilidad de la inversión en capital fijo y de un crecimiento potencial menoscabado por la falta de reformas estructurales. En Brasil, la actividad continúa recuperándose, y el aumento de la confianza, la mejora del mercado de trabajo y la continuación de una orientación acomodaticia de la política monetaria deberían respaldar el consumo, en un contexto en el que las presiones inflacionistas se mantienen contenidas. La incertidumbre política asociada a las elecciones de este año y la posible reversión de unas condiciones financieras externas favorables son riesgos clave para la mejora de las perspectivas económicas del país.

Se espera que las perspectivas de crecimiento del comercio mundial se mantengan sostenidas en el corto plazo. Aunque el dinamismo del crecimiento de las importaciones mundiales de mercancías disminuyó ligeramente en diciembre, los datos nacionales disponibles y los indicadores adelantados apuntan a un crecimiento robusto a finales del año pasado y principios de este año. Las importaciones de mercancías en términos reales aumentaron un 1% en diciembre (en tasa trimestral), frente al 1.6% del tercer trimestre. La actividad comercial experimentó un repunte sustancial en Estados Unidos de Norteamérica, mientras que se debilitó en Asia y en los países de Europa Central y Oriental.

A mediano plazo, las proyecciones relativas al comercio se basan en la consideración de que las importaciones mundiales aumentarán básicamente en consonancia con la actividad. Esta consideración es acorde con la evidencia de que el efecto de los factores estructurales de largo plazo que previamente impulsaron la rápida expansión del comercio mundial —entre ellos la liberalización del comercio, la disminución de los aranceles y de los costos de transporte, así como la expansión de las cadenas globales de valor— ha disminuido desde la crisis financiera. La incertidumbre en torno a estos factores es muy elevada y, en algunos casos, los datos disponibles son escasos. Con todo, la evidencia disponible sugeriría que la previsión de que, a mediano plazo, las importaciones crecerán en línea con la actividad económica, sigue siendo un punto de partida razonable.

En general se prevé que el crecimiento mundial se mantenga prácticamente estable durante el horizonte de proyección. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2018, el crecimiento mundial del PIB (excluida la zona del euro) se incrementará desde el 3.8% en 2017 hasta el 4.1% en 2018, y posteriormente descenderá hasta situarse en el 3.9% y el 3.7% en 2019 y 2020, respectivamente. La trayectoria que contemplan las proyecciones refleja la desaceleración de la actividad prevista en las economías avanzadas en general y en

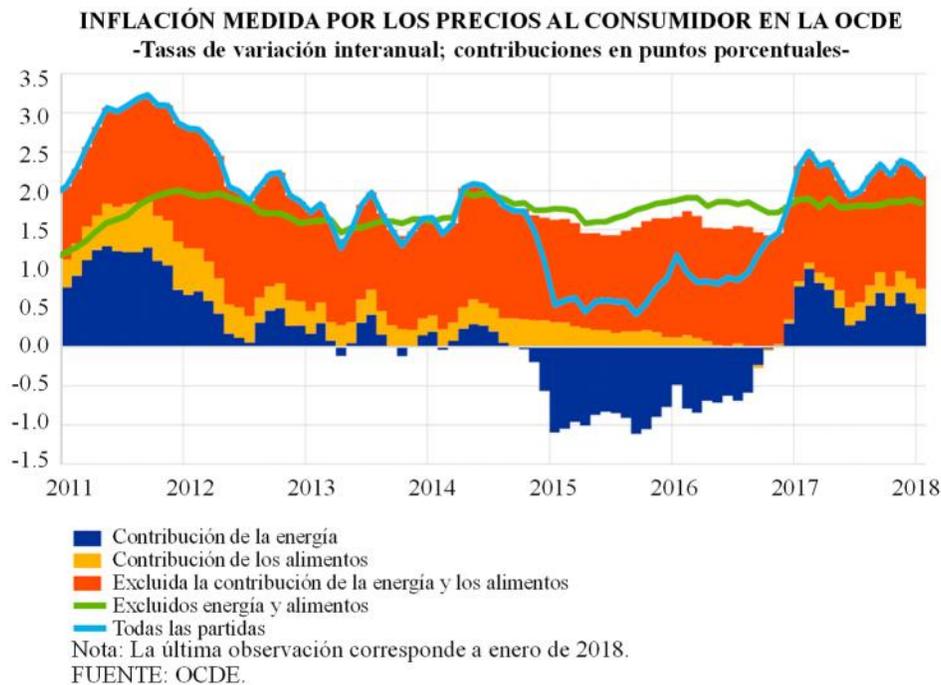
Estados Unidos de Norteamérica en particular, que se verá parcialmente contrarrestada por un ligero aumento del dinamismo en las economías emergentes. A tenor de las proyecciones, la demanda externa de la zona del euro crecerá un 4.7% en 2018, un 4.1% en 2019 y un 3.6% en 2020. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado al alza para 2017-2019, mientras que el de la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza para todo el horizonte de proyección, en ambos casos debido fundamentalmente al impacto del estímulo fiscal adicional en Estados Unidos de Norteamérica.

Aunque los riesgos para las perspectivas de actividad mundial se sitúan al alza en el corto plazo, siguen sesgados a la baja en el mediano plazo. Por lo que respecta a los riesgos al alza, la generalización de la recuperación mundial podría plasmarse en una mayor fortaleza de la inversión y el comercio en el corto plazo, al tiempo que el paquete de medidas fiscales de Estados Unidos de Norteamérica podría tener un impacto sobre la actividad mayor de lo previsto actualmente. No obstante, en el mediano plazo se considera que estos factores se verán contrarrestados por riesgos a la baja como un aumento del proteccionismo comercial, una corrección repentina de los mercados financieros —que se traduciría en un endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global—, las perturbaciones asociadas al proceso de reformas y de liberalización en China, así como la incertidumbre política y geopolítica asociada, en particular, a los riesgos relacionados con el Brexit.

### **Evolución mundial de los precios**

La inflación mundial medida por los precios al consumidor ha registrado un ligero descenso últimamente, al tiempo que la evolución de los salarios ha mantenido su moderación. Tras experimentar un leve aumento en noviembre, la inflación anual de los precios al consumidor en los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) disminuyeron hasta situarse en el 2.2% en diciembre y enero.

Este descenso fue resultado de una leve desaceleración de los aumentos de los precios de la energía, aunque todavía en niveles próximos al 5%, mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos permaneció estable. Si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación anual en la OCDE se redujo marginalmente, hasta el 1.8%. En cuanto a los salarios, la remuneración por asalariado se mantuvo prácticamente invariable en niveles muy bajos (con un aumento anual del 1.5%), pese a la nueva reducción de la tasa de desempleo en los países de la OCDE en el tercer trimestre (hasta situarse por debajo del 6%). Únicamente el salario por hora en el sector manufacturero muestra una rápida tendencia al alza, más en consonancia con el tensionamiento del mercado de trabajo.



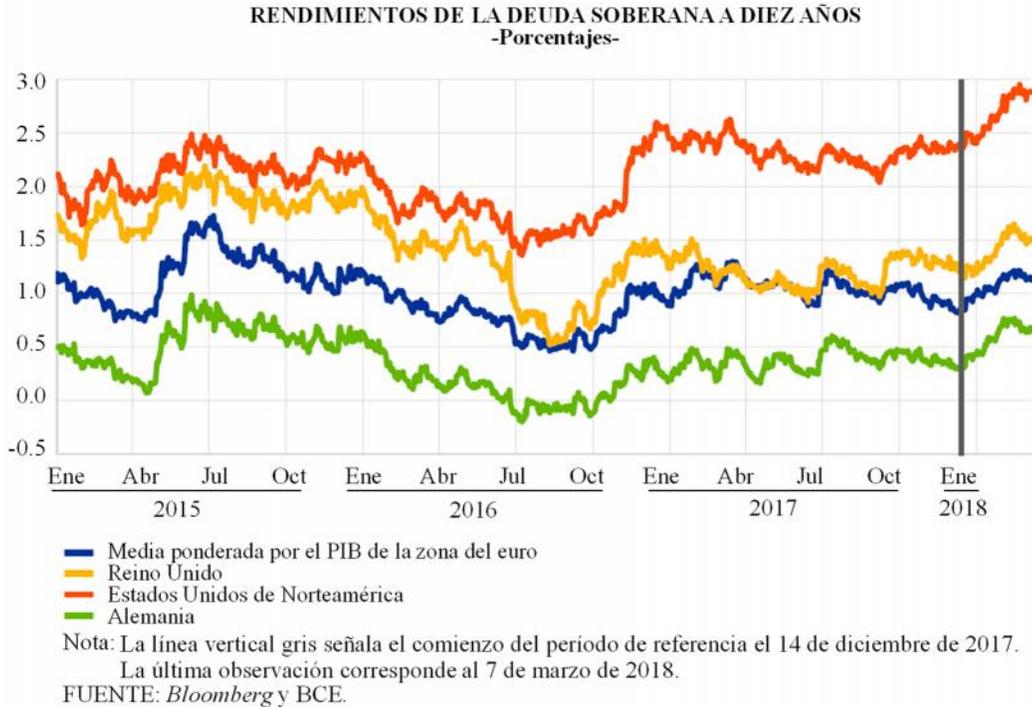
Los precios del Brent han descendido ligeramente en las últimas semanas, de 70 dólares estadounidenses por barril el 23 de enero a 66 dólares el 22 de febrero. Este descenso reciente se sustentó en unos niveles récord de producción de crudo en Estados Unidos de Norteamérica, en el elevado grado de cumplimiento del acuerdo entre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores no

pertencientes a esta organización de reducir la oferta y en la resolución de los problemas relacionados con oleoductos sufridos en diciembre y enero, destacando el retorno a la plena capacidad de producción del oleoducto del Mar del Norte. Los futuros sobre el petróleo sugieren que los precios caerán hasta situarse por debajo de los niveles actuales, hasta unos 65 dólares y 61 dólares por barril en 2018 y 2019, respectivamente. Los precios de las materias primas no energéticas han aumentado levemente en las últimas semanas, con incrementos de los precios de los alimentos y de los metales del 3.5 y el 1.6%, respectivamente.

De cara al futuro se espera que la inflación mundial aumente con lentitud. A corto plazo se prevé que la inflación se incremente tras el reciente repunte de los precios del petróleo y que, posteriormente, la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a nivel global siga sosteniendo la inflación subyacente. Con todo, se prevé que el aumento de la inflación se vea moderado por una contribución negativa de los precios de la energía, como indica actualmente una curva de futuros sobre el petróleo que anticipa una reducción de los precios de esta materia prima en el mediano plazo.

### **Evolución financiera**

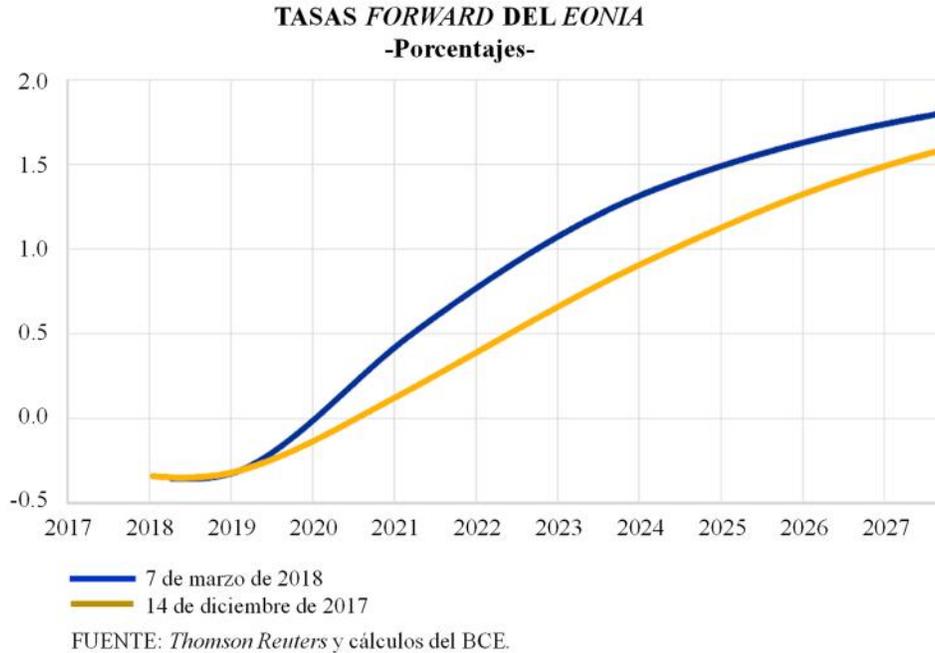
Desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2017, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado en el actual contexto de expansión económica. Como las expectativas de inflación se han mantenido básicamente estables, las tasas de interés reales han registrado un incremento acorde. Aunque las expectativas de beneficios empresariales han mejorado, los precios de las acciones han disminuido en un entorno de elevada volatilidad. Al mismo tiempo, los diferenciales de los valores de renta fija privada han permanecido prácticamente estables. En general, los diferenciales medios de la deuda soberana frente a la tasa *swap* del *eonía* (OIS) han disminuido ligeramente. En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado en términos efectivos nominales.



Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo han aumentado a ambos lados del Atlántico desde mediados de diciembre. Durante el período de referencia (del 14 de diciembre de 2017 al 7 de marzo de 2018), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó en 28 puntos básicos, hasta situarse en el 1.13%. En Estados Unidos de Norteamérica y Reino Unido, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo aumentaron 53 puntos básicos y 33 puntos básicos y se situaron en el 2.88 y el 1.50%, respectivamente. La tasa *swap* del *eonia* a diez años de la zona del euro registró un alza de 31 puntos básicos hasta situarse en el 0.90%, debido principalmente al aumento de la tasa de interés real a largo plazo. En conjunto, la evolución de los mercados de renta fija a ambos lados del Atlántico refleja la mejora de las expectativas de los mercados relativas al crecimiento económico y a la inflación, así como las revisiones de las expectativas ligadas a la respuesta de la política monetaria.

En general, los diferenciales de la deuda soberana frente a la tasa *swap* del *eonia* libre de riesgo disminuyeron, reflejando las favorables perspectivas macroeconómicas. La





El *eonia* registró un promedio de –36 puntos básicos durante el período considerado. El exceso de liquidez aumentó alrededor de 5 mil millones de euros, hasta una cifra aproximada de mil 885 millones de euros. El avance de los factores autónomos netos se vio contrarrestado con creces por la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema. La situación de liquidez se analiza con más detalle en el siguiente recuadro titulado: *Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 1° de noviembre de 2017 y el 30 de enero de 2018*.

La volatilidad de los mercados de renta variable creció hacia el final del período de referencia. Aunque los precios de las acciones se incrementaron desde mediados de diciembre de 2017 hasta el final de enero de 2018, a principios de febrero se observó una corrección relativamente pronunciada de los precios y un repunte de la volatilidad. Es muy probable que la corrección fuese consecuencia de las percepciones de aumento de la inflación por parte de los mercados, especialmente en Estados Unidos de Norteamérica, y de un ajuste correspondiente de las expectativas sobre la política monetaria. Posteriormente, parte del descenso de los precios de las acciones revirtió,

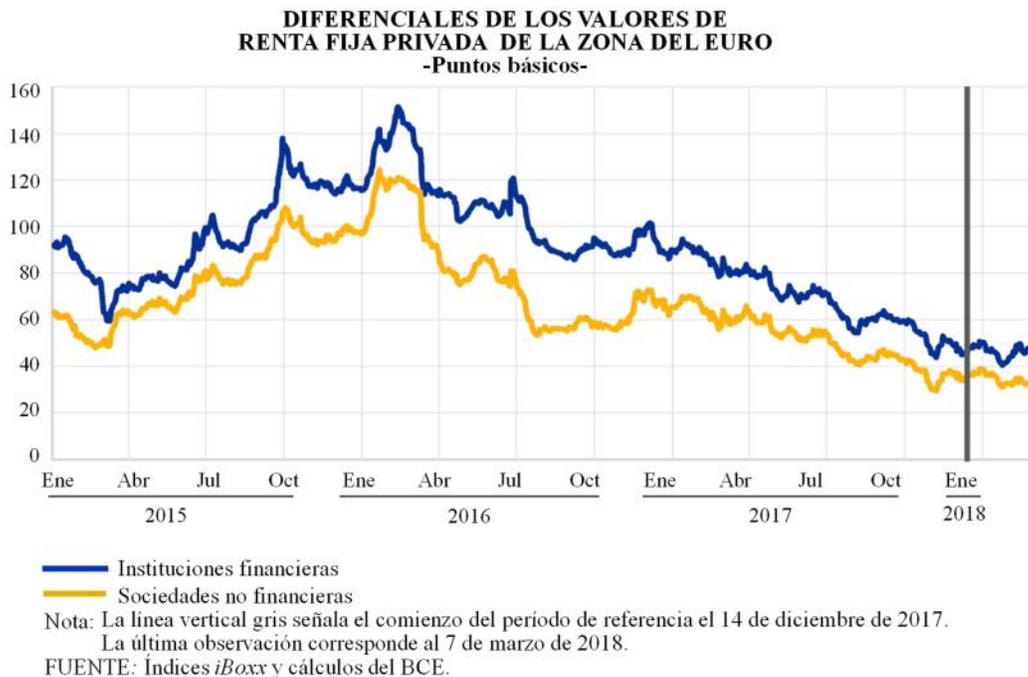
pero la incertidumbre generada por los anuncios relativos a la política comercial estadounidense dio lugar a una nueva caída de los mercados bursátiles a ambos lados del Atlántico a principios de marzo.



En general, en el período analizado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro se redujeron en un 2.7%, mientras que las cotizaciones del sector financiero solo disminuyeron un 1.5%. En Estados Unidos de Norteamérica, a pesar de la corrección, los índices bursátiles de los sectores financiero y no financiero se incrementaron un 6.4 y un 3.1%, respectivamente. En conjunto, la evolución de los mercados bursátiles de la zona del euro siguió estando impulsada por las firmes expectativas de beneficios, si bien las cotizaciones se vieron afectadas negativamente por tasas libres de riesgo más elevados y por algunos incrementos de las primas de riesgo de las acciones.

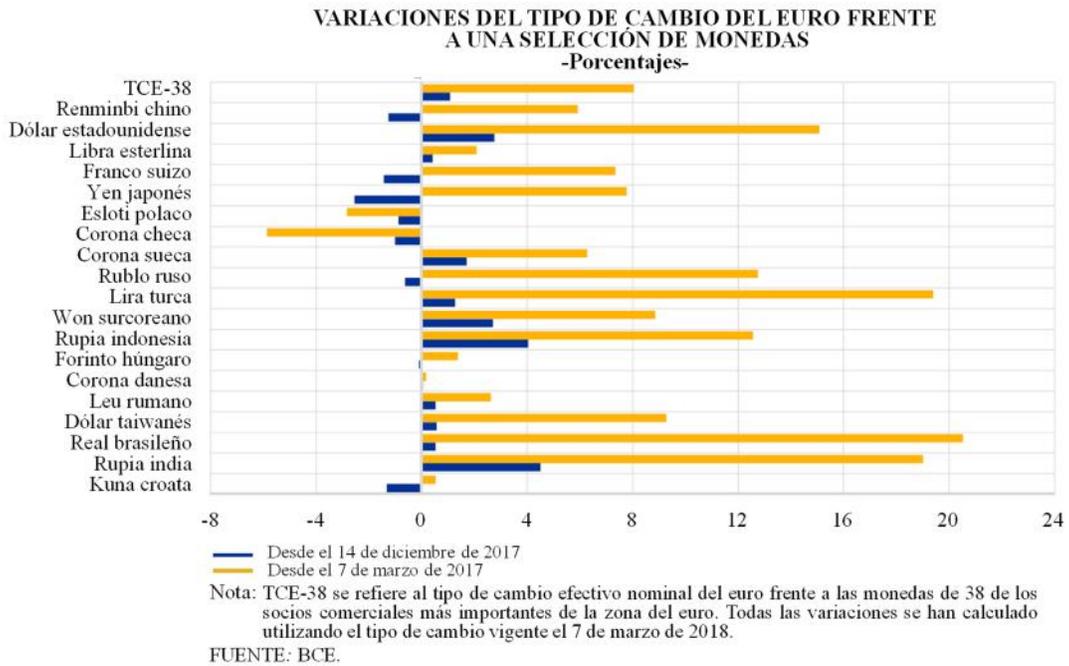
Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente estables durante el período considerado. El 7 de marzo

de 2018, los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras con calificación de grado de inversión (respecto a la media de la correspondiente curva de rendimientos de los bonos con calificación AAA de la zona del euro) apenas habían experimentado variaciones con respecto a mediados de diciembre de 2017 y se situaron unos 79 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio del programa de compras de bonos corporativos. Los diferenciales de la deuda del sector financiero aumentaron ligeramente (4 puntos básicos durante el período de referencia). Los reducidos niveles de los diferenciales de los valores de renta fija privada están en consonancia con la actual expansión económica.



En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado en términos efectivos nominales desde mediados de diciembre de 2017. Esta evolución refleja principalmente un fortalecimiento frente al dólar estadounidense, como consecuencia de los datos macroeconómicos publicados (el euro se apreció un 2.8% en el período considerado), y una menor apreciación frente a la libra esterlina. El euro también se vio respaldado por el fortalecimiento frente a las monedas del grueso de las principales economías

emergentes, con la excepción del renminbi chino, frente al que se depreció un 1.3%. La moneda única también se depreció frente a la mayor parte de las demás monedas importantes, como el franco suizo y el yen japonés, así como frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, lo que moderó adicionalmente la apreciación del euro en cifras ponderadas por el comercio.



### **Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 1° de noviembre de 2017 y el 30 de enero de 2018**

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento de reservas de 2017, comprendidos entre el 1 de noviembre y el 19 de diciembre de 2017 y entre el 20 de diciembre de 2017 y el 30 de enero de 2018, respectivamente. Durante este período, las tasas de interés aplicadas a las operaciones principales de financiamiento (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0.00, 0.25 y el -0.40%, respectivamente.

Durante el período considerado, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), con un objetivo de compras mensuales de 60 mil millones de euros, en promedio, hasta diciembre de 2017. A partir de enero de 2018, el ritmo de las compras disminuyó hasta los 30 mil millones de euros al mes, en promedio, y se mantendrá en ese nivel hasta septiembre de 2018, o una fecha posterior, si fuera necesario, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación.

#### **Necesidades de liquidez**

En el período analizado, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en un billón 272 mil 700 millones de euros, lo que representa un incremento de 60 mil 300 millones de euros con respecto al período anterior (es decir, el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de 2017). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles al aumento de 59 mil 300 millones de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que

alcanzaron la cifra de un billón 149 mil 500 millones de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron en mil millones de euros, hasta situarse en 123 mil 300 millones de euros.

El incremento de los factores autónomos netos, que implica una absorción de liquidez, fue resultado, principalmente, de una disminución de los factores de inyección de liquidez. Los activos netos denominados en euros fueron los que más contribuyeron, con una reducción de 54 mil 400 millones de euros, hasta un importe de 251 mil 800 millones de euros, en promedio, en el período analizado. Los activos exteriores netos también registraron un descenso, hasta situarse, en promedio, en 635 mil millones de euros, 2 mil millones de euros por debajo del importe del período de referencia anterior.

Los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron ligeramente durante el período considerado, coadyuvando al incremento de los factores autónomos netos. La mayor contribución provino de los billetes en circulación, con un ascenso de 9 mil 300 millones de euros, hasta un importe de un billón 151 mil 900 millones de euros, y de otros factores autónomos, que se incrementaron en 5 mil 300 millones de euros, hasta alcanzar los 695 mil 600 millones de euros. El descenso de los depósitos de las Administraciones Públicas (de 11 mil 800 millones de euros) tuvo un efecto compensatorio en el nivel de los factores autónomos de absorción de liquidez.

SITUACIÓN DE LIQUEZ DEL EUROSISTEMA								
	1º de noviembre de 2017 a 30 de enero de 2018		26 de julio de 2017 a 31 de octubre de 2017		Octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento	
<b>Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)</b>								
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>2 035.9</b>	<b>+2.8</b>	<b>2 033.1</b>	<b>2 040.8</b>	<b>+9.1</b>	<b>2 031.7</b>	<b>-15.0</b>	
Billetes en circulación	1 151.9	+9.3	1 142.7	1 158.2	+11.6	1 146.6	+3.8	
Depósitos de las AAPP	188.3	+11.8	200.1	188.1	-0.4	188.5	-29.8	
Otros factores autónomos	695.6	+5.3	690.3	694.5	-2.1	696.6	+11.0	
<b>Cuentas corrientes</b>	<b>1 293.7</b>	<b>+45.7</b>	<b>1 248.0</b>	<b>1 275.2</b>	<b>-34.5</b>	<b>1 309.7</b>	<b>+56.4</b>	
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>808.8</b>	<b>+56.9</b>	<b>752.0</b>	<b>812.9</b>	<b>+7.5</b>	<b>805.4</b>	<b>+35.0</b>	
Exigencias de reservas mínimas	123.3	+1.0	122.2	123.8	+0.9	122.9	+0.6	
Facilidad de depósito	685.6	+55.8	629.8	689.2	+6.6	682.5	+34.4	
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0.0	+0.0	0.0	0.0	+0.0	0.0	+0.0	
<b>Activo - Oferta de liquidez (medias; mm de euros)</b>								
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>886.8</b>	<b>-56.4</b>	<b>943.2</b>	<b>843.6</b>	<b>-80.2</b>	<b>923.8</b>	<b>-13.2</b>	
Activos exteriores netos	635.0	-2.0	637.0	635.7	+1.2	634.5	-0.5	
Activos netos denominados en euros	251.8	-54.4	306.1	207.9	-81.4	289.3	-12.7	
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>3 128.8</b>	<b>+160.9</b>	<b>2 968.0</b>	<b>3 161.9</b>	<b>+61.4</b>	<b>3 100.4</b>	<b>+89.0</b>	
Operaciones de mercado abierto	3 128.6	+160.9	2 967.7	3 161.7	+61.5	3 100.2	+89.0	
Operaciones de subasta	765.2	-7.8	773.0	763.5	-3.1	766.7	-5.3	
OPF	2.9	-3.2	6.1	2.9	-0.1	3.0	-3.8	
OPFML a tres meses	7.8	-0.6	8.4	7.8	-0.2	7.9	-0.4	
Operaciones TLTRO-I	14.9	-3.7	18.6	13.4	-2.7	16.1	-1.1	
Operaciones TLTRO-II	739.6	-0.4	740.0	739.5	-0.1	739.7	-0.1	
Carteras en firme	2 363.4	+168.7	2 194.7	2 398.2	+64.6	2 333.5	+94.4	
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	6.1	-1.1	7.2	6.1	-0.0	6.1	-0.9	
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	4.8	-0.1	4.9	4.7	-0.0	4.8	-0.1	
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	240.5	+10.7	229.8	242.5	+3.6	238.8	+6.1	
Programa para los mercados de valores	89.0	-2.1	91.1	89.1	+0.2	88.9	-1.6	
Programa de compras de bonos de titulación de activos	25.1	+0.5	24.6	25.1	+0.0	25.1	+0.5	
Programa de compras de valores públicos	1 867.8	+141.6	1 726.2	1 897.3	+54.7	1 842.6	+79.3	
Programa de compras de valores corporativos	130.1	+19.3	110.9	133.4	+6.1	127.3	+11.0	
Facilidad marginal de crédito	0.2	-0.0	0.3	0.2	-0.1	0.2	+0.0	
<b>Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)</b>								
Necesidades de liquidez agregadas	1 272.7	+60.3	1 212.5	1 321.3	+90.2	1 231.1	-1.2	
Factores autónomos*	1 149.5	+59.3	1 090.2	1 197.6	+89.3	1 108.3	-1.8	
Exceso de liquidez	1 855.8	+100.6	1 755.3	1 840.4	-28.7	1 869.1	+90.2	
<b>Evolución de las tasas de interés (medias; porcentajes)</b>								
OPF	0.00	+0.00	0.00	0.00	+0.00	0.00	+0.00	
Facilidad marginal de crédito	0.25	+0.00	0.25	0.25	+0.00	0.25	+0.00	
Facilidad de depósito	-0.40	+0.00	-0.40	-0.40	+0.00	-0.40	+0.00	
Eonia	-0.351	+0.006	-0.357	-0.359	-0.014	-0.345	+0.014	

\* El valor total de los factores autónomos incluye también "partidas en curso de liquidación".

Nota: Dado que todas las cifras del cuadro están redondeadas, en algunos casos la cifra indicada como variación con respecto al período anterior no es igual a la diferencia entre las cifras redondeadas presentadas para estos períodos (con una discrepancia de 0.1 mil millones de euros).

FUENTE: BCE.

La volatilidad diaria de los factores autónomos se mantuvo en niveles elevados en el período considerado y prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior. La volatilidad reflejó principalmente las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los activos netos denominados en euros.

**Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria**

Durante el período analizado, el volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras efectuadas en el marco del APP— se incrementó en 160 mil 900 millones de euros, hasta situarse en 3 billones 128 mil 600 millones de euros. Este aumento fue atribuible en su totalidad al APP, mientras que, en las operaciones de subasta, la demanda volvió a experimentar un ligero descenso.



El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta disminuyó ligeramente (en 7 mil 800 millones de euros) durante el período considerado, situándose en 765 mil 200 millones de euros. Este descenso se debió principalmente a la reducción del saldo vivo medio de las operaciones de

financiamiento a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), que se redujo en 4 mil 100 millones de euros, en gran medida como resultado de los reembolsos anticipados voluntarios del financiamiento obtenido en esas operaciones. La liquidez media proporcionada a través de las OPF disminuyó en 3 mil 200 millones de euros, y la inyectada en las operaciones de financiamiento a plazo más largo (OFPML) a tres meses, en 600 millones euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 168 mil 700 millones de euros, hasta situarse, en promedio, en 2 billones 363 mil 400 millones de euros, debido a las compras efectuadas en el marco del APP. La liquidez media proporcionada mediante el programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés), el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, el programa de compras de bonos de titulización de activos y el programa de compras de bonos corporativos registró un incremento, en promedio, de 141 mil 600 millones de euros, de 10 mil 700 millones de euros, de 500 millones de euros y de 19 mil 300 millones de euros, respectivamente. La reducción de la liquidez como resultado de las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores se cifró en 3 mil 300 millones de euros en total.

### **Exceso de liquidez**

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez en el período analizado aumentó en 100 mil 600 millones de euros con respecto al período de referencia anterior y se situó en un billón 855 mil 800 millones de euros. Como ya se ha señalado, este incremento refleja fundamentalmente la liquidez proporcionada mediante el APP, con un objetivo de compras de 60 mil millones de euros al mes hasta diciembre de 2017 y de 30 mil millones de euros a partir de enero de 2018, que se vio compensado en parte por las

mayores necesidades de liquidez derivadas sobre todo de los factores autónomos. Un análisis más detallado del período considerado muestra que los factores autónomos tuvieron un efecto moderador sobre el incremento del exceso de liquidez principalmente en el octavo período de mantenimiento, en el que dicho exceso se redujo, concretamente, en 28 mil 700 millones de euros. Esta reducción se debió a que la liquidez proporcionada mediante el APP se vio contrarrestada por el descenso de los factores autónomos que inyectan liquidez causado por la disminución de los activos netos denominados en euros, y también las mayores necesidades de liquidez agregadas del sector bancario, motivadas, fundamentalmente, por el incremento de la demanda de billetes. En cambio, en el séptimo período de mantenimiento el exceso de liquidez aumentó en 90 mil 200 millones de euros como consecuencia de las compras efectuadas en el marco del APP y del ligero descenso de los factores autónomos que absorben liquidez, debido sobre todo a la disminución de los depósitos de las Administraciones Públicas.

El aumento del exceso de liquidez durante el período analizado corresponde a un incremento de 45 mil 700 millones de euros de los saldos medios en cuenta corriente, que se situaron en un billón 293 mil 700 millones de euros, al tiempo que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un ascenso adicional de 55 mil 800 millones de euros y se situó en 685 mil 600 millones de euros.

### **Evolución de las tasas de interés**

Las tasas de interés del mercado monetario a un día se mantuvieron próximas a la tasa aplicada a la facilidad de depósito, cayendo incluso por debajo de ese nivel para determinadas cestas de activos de garantía en el segmento de operaciones con garantía. En el mercado de operaciones sin garantías, el índice medio de la tasa de interés del euro a un día (*eonia*) se situó, en promedio, en el -0.351%, frente a una media del -0.357% en el período de referencia anterior. El *eonia* fluctuó en una

banda comprendida entre un máximo del  $-0.241\%$  el último día de noviembre de 2017 y un mínimo del  $-0.370\%$  a principios de enero de 2018.

En el mercado de operaciones con garantías, las tasas repo medias a un día del mercado *GC Pooling* descendieron para las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía en relación con el período anterior. La tasa repo media a un día se situó en el  $-0.447\%$  para la cesta estandarizada de activos de garantía –con un mínimo del  $-0.756\%$  al final del año–, y en el  $-0.415\%$  para la cesta ampliada.

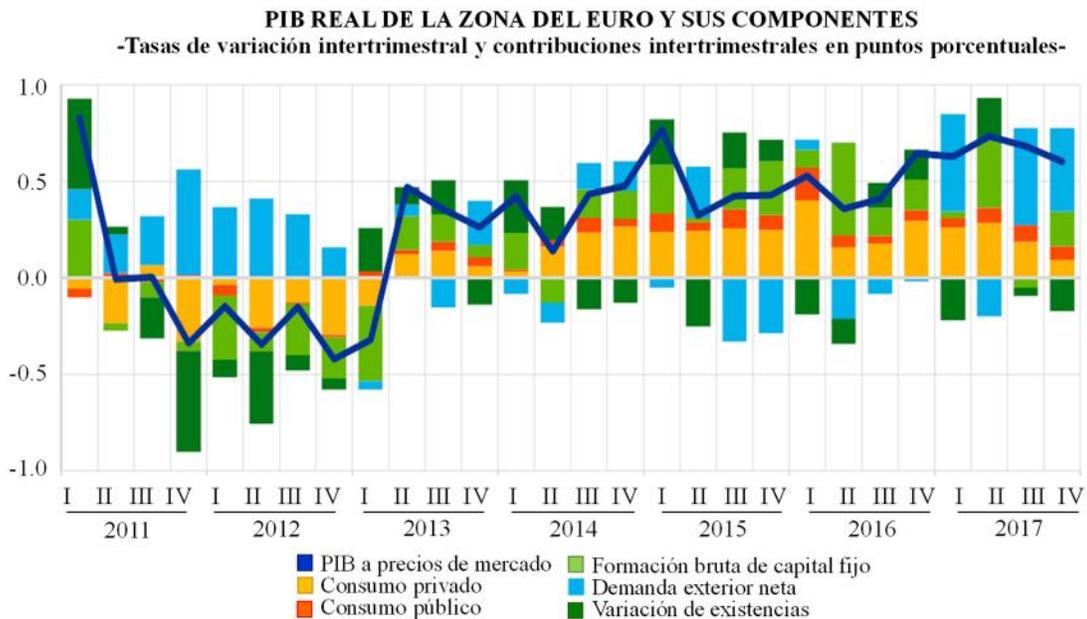
El descenso registrado al final de 2017 en las tasas repo principales fue menos pronunciado que el observado al final de 2016, lo que sugiere que los participantes en los mercados han adoptado prácticas más eficientes en la gestión de activos de garantía. Asimismo, esta evolución también señala la existencia de efectos positivos derivados de la facilidad de préstamo de valores del PSPP.

### **Actividad económica**

La expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores. El avance del PIB se sustenta en el crecimiento del consumo privado y la inversión, así como en las exportaciones, que se están beneficiando de la recuperación observada a nivel mundial. Los resultados de las encuestas más recientes y los últimos datos disponibles confirman un dinamismo intenso y generalizado de la economía de la zona del euro que, según las proyecciones, se expandirá a corto plazo a un ritmo ligeramente más rápido de lo esperado anteriormente. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2018 en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018, mientras que se mantienen inalteradas para 2019 y 2020. Según estas proyecciones, el

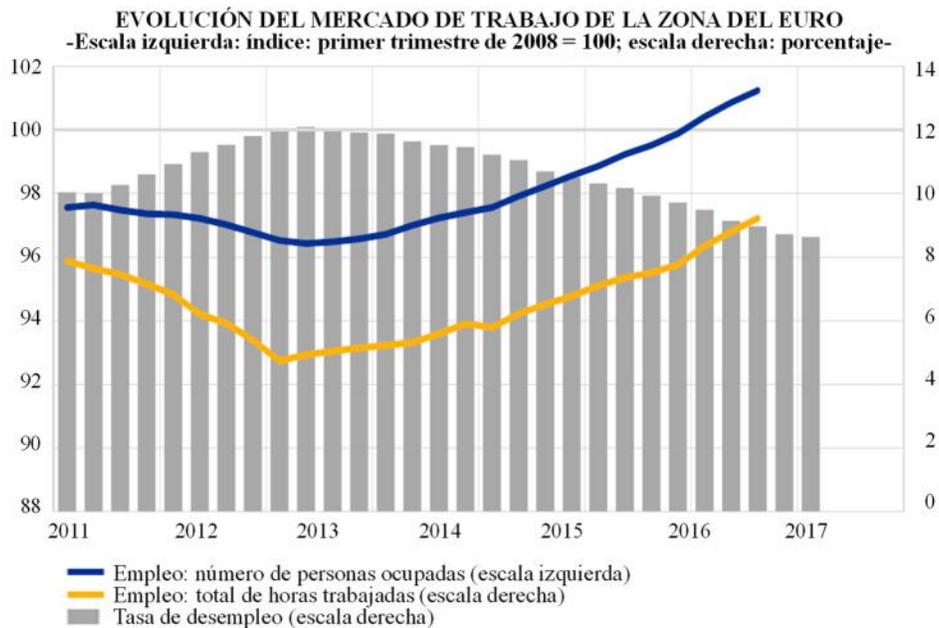
PIB de la zona del euro se incrementará un 2.5% en 2017, un 2.4% en 2018, un 1.9% en 2019 y un 1.7% en 2020.

El crecimiento se mantuvo sólido en el cuarto trimestre de 2017 y siguió siendo generalizado en los distintos países. El PIB aumentó un 0.6%, en tasa trimestral, en el cuarto trimestre. El avance del PIB estuvo impulsado por la demanda exterior neta y la demanda interna, en particular por el gasto en inversión de capital fijo, mientras que la contribución de la variación de existencias fue negativa. En la segunda estimación de los datos del PIB no se revisó el crecimiento trimestral del PIB correspondiente al cuarto trimestre de 2017, lo que confirma que la estimación preliminar de avance continúa siendo un indicador fiable (véase el recuadro titulado “*La fiabilidad de la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro*”). El crecimiento del producto en el cuarto trimestre se tradujo en un incremento anual del PIB del 2.3% en 2017 (2.5% ajustado de días laborables). Los indicadores económicos apuntan a la continuación del patrón de crecimiento sólido y generalizado a principios de este año.



Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2017.  
FUENTE: Eurostat.

Los mercados de trabajo de la zona del euro siguen mostrando un intenso dinamismo. En el tercer trimestre de 2017, el empleo aumentó de nuevo, un 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 un 1.2% por encima del máximo anterior a la crisis, registrado en el primer trimestre de 2008. El total de horas trabajadas también siguió recuperándose, pero las horas medias trabajadas por persona ocupada se han mantenido prácticamente estables desde el inicio de la recuperación. Tanto el empleo a tiempo completo como a tiempo parcial han crecido durante la recuperación. En el caso del empleo a tiempo parcial, este incremento se ha observado principalmente en el colectivo de trabajadores a tiempo parcial no subempleados, mientras que el número de trabajadores a tiempo parcial subempleados ha descendido recientemente (para más información ver el recuadro titulado “Evolución reciente del empleo a tiempo parcial” en este Boletín Económico).



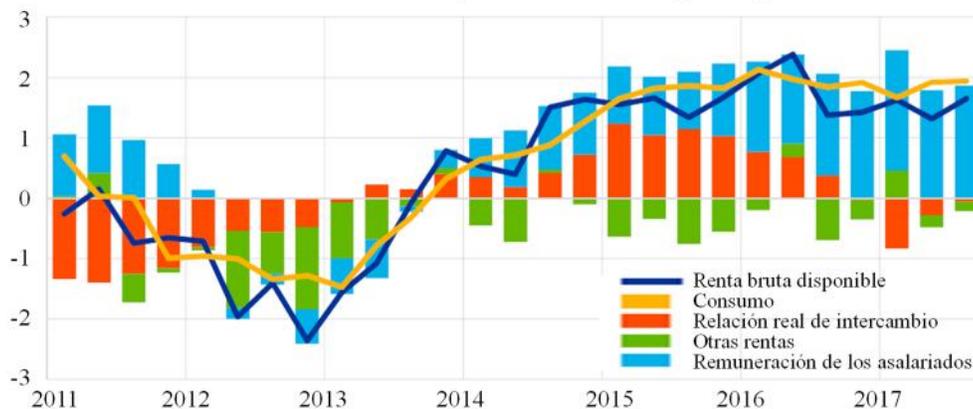
Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017 para el empleo y las horas trabajadas, y a enero de 2018 para la tasa de desempleo.  
FUENTE: Eurostat y cálculos del BCE.

La tasa de desempleo de la zona del euro se situó en el 8.6% en enero de 2018, el nivel más bajo desde diciembre de 2008. El descenso del desempleo fue generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos. El desempleo de larga duración (el número

de personas que lleva al menos doce meses en situación de desempleo expresado en porcentaje de la población activa) también ha seguido disminuyendo, pero permanece muy por encima de los niveles anteriores a la crisis. La información procedente de las encuestas apunta a continuas mejoras de las condiciones de los mercados de trabajo en los próximos meses. Asimismo, en algunos países y sectores se observan cada vez más señales de escasez de mano de obra. El crecimiento de la renta mantuvo su vigor en el tercer trimestre de 2017.

La mejora de los mercados de trabajo continúa sosteniendo el crecimiento de la renta y el gasto privado. En el cuarto trimestre de 2017, el consumo privado creció un 0.1%, lo que se tradujo en un incremento anual del 0.8%. El ahorro en relación con la renta disponible de los hogares permaneció en niveles reducidos en el tercer trimestre de 2017 y registró el valor más bajo desde 1999, lo que ha seguido favoreciendo el consumo privado. Las medidas de política monetaria del BCE, que han relajado las condiciones de financiamiento, también continúan respaldando el gasto de los hogares.

**RENDA BRUTA DISPONIBLE REAL Y CONSUMO EN LA ZONA DEL EURO**  
 -Tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales-



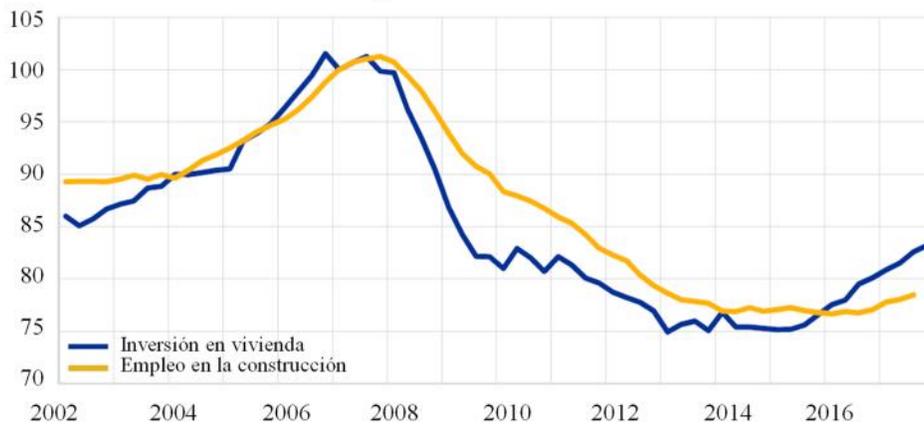
Nota: Otras rentas incluye el excedente de explotación, rentas de la propiedad, impuestos directos y transferencias. Todos los componentes de la renta están deflactados por el deflactor del PIB. La contribución de la relación real de intercambio se aproxima por el diferencial entre el deflactor del PIB y el del consumo. El consumo y la renta disponible están deflactados por el deflactor del consumo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017.

FUENTE: Eurostat y cálculos del BCE.

El aumento de la renta real sigue contribuyendo al avance del consumo privado, dado que la remuneración de los asalariados continúa siendo el principal componente de su crecimiento.

El crecimiento de la inversión en construcción repuntó con fuerza en 2017 y se espera que esta recuperación continúe en 2018. La producción de la construcción se estancó en el cuarto trimestre de 2017, pero aumentó el 2.2% en el conjunto del año. Los indicadores de opinión sobre la actividad de este sector siguen apuntando a un fuerte ritmo de crecimiento. La confianza en el segmento de construcción de edificios mejoró en diciembre de 2017 y enero de 2018. El índice de directores de compras (PMI) del sector de la construcción se situó en 57 en enero, frente a 53.3 en diciembre, el incremento más pronunciado desde febrero de 2011. Asimismo, el indicador de opinión de la Comisión Europea sobre escasez de mano de obra en la construcción registró un nuevo ascenso en enero desde un nivel ya elevado.

**EMPLEO EN LA CONSTRUCCIÓN E INVERSIÓN RESIDENCIAL EN LA ZONA DEL EURO**  
-Índice: primer trimestre de 2007 = 100-



Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017 para el empleo en la construcción y al cuarto trimestre de 2017 para la inversión en vivienda.

FUENTE: Eurostat y cálculos del BCE.

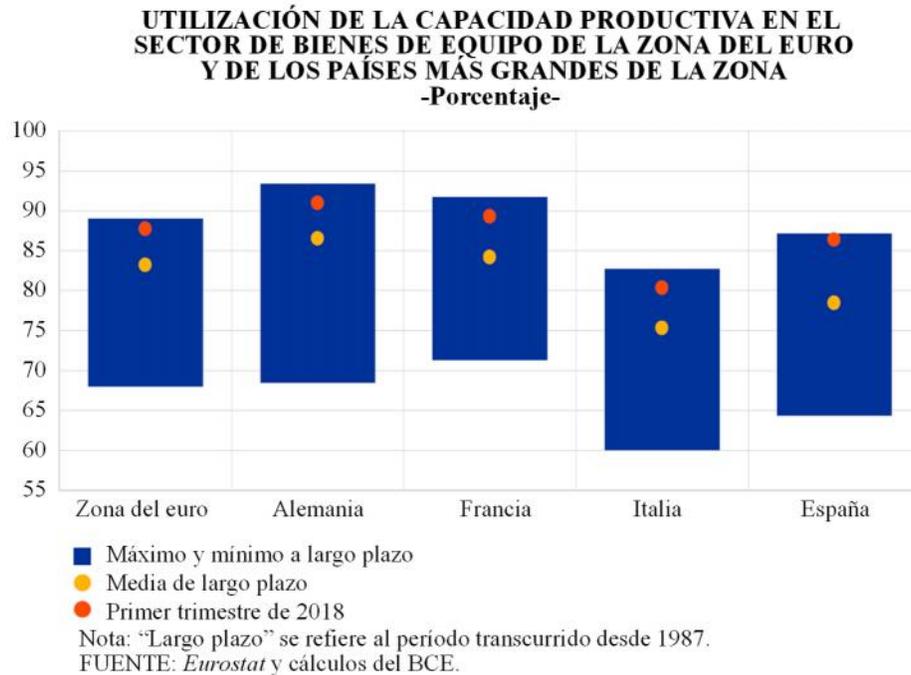
Desde una perspectiva cíclica, la inversión en vivienda se mantiene contenida. El empleo en el sector de la construcción y la inversión residencial real experimentaron

una caída acusada tras los máximos previos a la crisis, registrados en el tercer trimestre de 2007, y mientras que la inversión residencial se ha recuperado ligeramente (el 10% desde el segundo trimestre de 2015), el repunte del empleo en la construcción ha sido mucho más débil (2%). La recuperación relativamente tímida del volumen de la inversión en vivienda refleja la sobreinversión anterior a la crisis observada en algunos países de la zona del euro, así como la persistencia de presiones para el desapalancamiento de los hogares. De cara al futuro, se espera que la inversión en vivienda respalde cada vez más el avance del PIB.

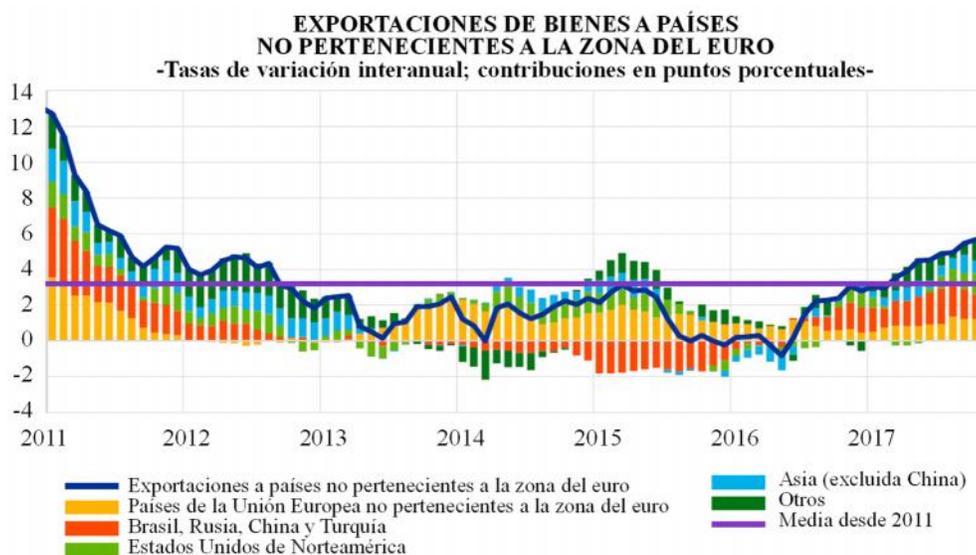
El crecimiento de la inversión, excluida la construcción, repuntó en el cuarto trimestre de 2017, y se espera que esta recuperación haya continuado a principios de 2018. Según las cuentas sectoriales, el excedente bruto de explotación aumentó considerablemente en el tercer trimestre de 2017. Esta evolución es especialmente relevante para los activos intangibles, que dependen en mayor medida de financiamiento interno. La encuesta de la Comisión Europea muestra también que se considera que la utilización de la capacidad productiva en el sector de producción de bienes de equipo se situó próxima a máximos históricos en el primer trimestre de 2018, tanto en la zona del euro como en los países más grandes de la zona. Según la misma encuesta, esto también se refleja en las crecientes restricciones a la producción relacionadas con los equipos y el trabajo de este sector.

Se espera que la inversión empresarial continúe contribuyendo al crecimiento del producto en el conjunto de 2018. El fuerte incremento de la demanda y de los beneficios debería seguir favoreciendo la inversión empresarial, a pesar de la reciente volatilidad de los mercados de renta variable. Si se analiza más detalladamente la evolución reciente de los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro, esta volatilidad parece estar más relacionada con las expectativas de subida de las tasas de interés y las primas de riesgo que con una revisión a la baja de las expectativas de beneficios. En la medida en que gran parte de la inversión se financia con beneficios

no distribuidos, puede que el impacto inmediato sobre la inversión empresarial no sea muy significativo.



Las exportaciones de la zona del euro continuaron mostrando una tendencia positiva y cobraron nuevo impulso en el cuarto trimestre de 2017. La cifra de exportaciones de la zona del euro de diciembre confirma una tendencia sólida con un nuevo aumento hasta el 5.7%, en tasa anual, en el último trimestre de 2017, el mayor nivel registrado desde el tercer trimestre de 2011. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro se sustentaron, en particular, en las exportaciones de bienes a países de fuera de la UE, pero el resto de las áreas también contribuyeron positivamente. A pesar de la reciente apreciación del euro, las cuotas de exportación a países no pertenecientes a la zona del euro permanecen prácticamente estables. Los indicadores de opinión adelantados apuntan a la continuación de la sólida evolución de las exportaciones a corto plazo, pero los niveles de las carteras de pedidos exteriores y los nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero a nivel mundial y de la zona del euro —pese a mantenerse en cotas elevadas— se han moderado ligeramente.



Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2017 para las exportaciones a países no pertenecientes a la Unión Europea (UE). Las exportaciones dentro de la UE se han aproximado por la contribución calculada sobre datos de noviembre de 2017. Las exportaciones totales en términos reales de diciembre de 2017 se basan en valores y datos de precios industriales.

FUENTE: Eurostat.

En conjunto, los indicadores económicos más recientes apuntan a un intenso dinamismo del crecimiento de la zona del euro que, según las proyecciones, se expandirá a corto plazo a un ritmo algo más rápido de lo esperado anteriormente. La producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 1.5%, en tasa trimestral, en el cuarto trimestre de 2017. Los indicadores de opinión más recientes también señalan una dinámica de sólido crecimiento a corto plazo. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto de producción se situaron, en promedio, en cotas más elevadas en los dos primeros meses de 2018 que en el cuarto trimestre de 2017, y permanecen muy por encima de sus niveles medios a largo plazo.

Se prevé que el actual crecimiento económico, sólido y generalizado, continúe. Las medidas de política monetaria del BCE, que han favorecido el proceso de desapalancamiento, siguen respaldando la demanda interna. La mejora del empleo, favorecida también por anteriores reformas en los mercados de trabajo, y el aumento de la riqueza de los hogares, sustentan el consumo privado. 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 generalizada a nivel mundial está proporcionando impulso a las exportaciones de la zona del euro.



Nota: Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", BCE, diciembre de 2009, disponible en el sitio web del BCE.

FUENTE: Eurostat y el artículo titulado "Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018", publicado en el sitio web del BCE el 8 de marzo de 2018.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB del 2.5% en 2017, el 2.4% en 2018, el 1.9% en 2019 y el 1.7% en 2020. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza para 2018 y se mantiene inalterado para 2019-2020. Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados.

**La fiabilidad de la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro**

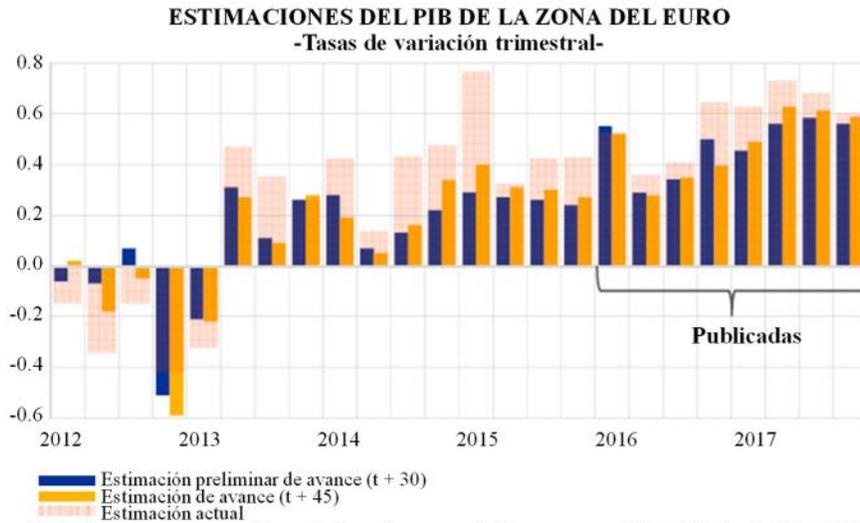
La disponibilidad de estadísticas fiables y oportunas es fundamental para el análisis económico. En este recuadro se examina y se analiza la fiabilidad de la estimación preliminar de avance del crecimiento del PIB trimestral de la zona del euro que Eurostat lleva publicando desde principios de 2016. La política monetaria única de la zona del euro depende de la disponibilidad de indicadores oportunos, fiables y comparables que reflejen con precisión la evolución económica. A este respecto, las cuentas nacionales proporcionan una imagen completa y coherente de la economía, por lo que constituyen un pilar esencial del análisis de política monetaria. En consecuencia, la introducción de una estimación preliminar de avance del PIB fue un avance en los continuos esfuerzos por mejorar el panorama estadístico de Europa. Con todo, es importante destacar que lo ideal sería conseguir mayor prontitud en la disponibilidad sin que disminuya la fiabilidad, que en este recuadro se define como la proximidad de esa estimación inicial a las estimaciones posteriores. La información sobre la fiabilidad puede ayudar a interpretar las estimaciones iniciales en términos de incertidumbre en torno a los datos publicados o a conjeturar la dirección que seguirán futuras revisiones. Si los indicadores económicos transmiten señales engañosas sobre la evolución económica, que posteriormente se corrigen mediante las correspondientes revisiones, el análisis económico puede verse afectado desfavorablemente.

La introducción de la estimación preliminar de avance adelantó unos quince días la publicación de los primeros datos sobre el PIB de la zona del euro respecto de cada período de referencia, ya que las estimaciones iniciales se elaboran 30 días —en vez de 45— después del final del trimestre de referencia. Eurostat, en colaboración con los Estados miembros de la UE, comenzó a publicar la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro y de la UE el 29 de abril de 2016 tras llevar a cabo un estudio de viabilidad<sup>1/</sup>. En la mayoría de los países, las estimaciones que

se publican 30 días después de que finalice el trimestre ( $t + 30$ ) se basan fundamentalmente en los mismos métodos que se utilizan para elaborar las publicadas con un desfase de 45 días ( $t + 45$ ). Sin embargo, dada la limitada disponibilidad de datos de origen, las estimaciones relativas al tercer mes del trimestre suelen elaborarse total o parcialmente aplicando técnicas de modelización estadística que utilizan la información mensual disponible (por ejemplo, estadísticas coyunturales, encuestas de opinión empresarial, estadísticas de precios y estimaciones preliminares de los datos de origen)<sup>2</sup>. La estimación preliminar de avance para la zona del euro se basa en: i) estimaciones nacionales de seis países (Bélgica, España, Francia, Letonia, Lituania y Austria, que representan aproximadamente el 40% del PIB de la zona del euro), publicadas con un desfase de 30 días, y ii) estimaciones nacionales facilitadas confidencialmente a Eurostat por otros países para calcular los agregados europeos. Cuatro países de la zona del euro (Irlanda, Luxemburgo, Malta y Eslovenia, que constituyen casi el 4% del PIB de la zona) no elaboran estimaciones con un desfase de 30 ni de 45 días, sino que publican sus cuentas nacionales como mínimo 60 días después del final del trimestre de referencia. La inclusión posterior de los datos correspondientes a esos países y la incorporación de los datos revisados de los que ya han presentado estimaciones nacionales preliminares pueden afectar a la estimación final para el trimestre de referencia que, por tanto, tendrá que revisarse. Las revisiones también pueden reflejar cambios en la composición de la zona del euro y/o mejoras metodológicas (como la transición al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales [SEC 2010] en septiembre de 2014).

La estimación preliminar de avance ( $t + 30$ ) ha arrojado resultados fiables en comparación con la estimación de avance ( $t + 45$ ). Si se considera el período comprendido entre el primer trimestre de 2012 y el cuarto trimestre de 2017, en

promedio, no existen diferencias entre la estimación preliminar de avance y la estimación de avance.



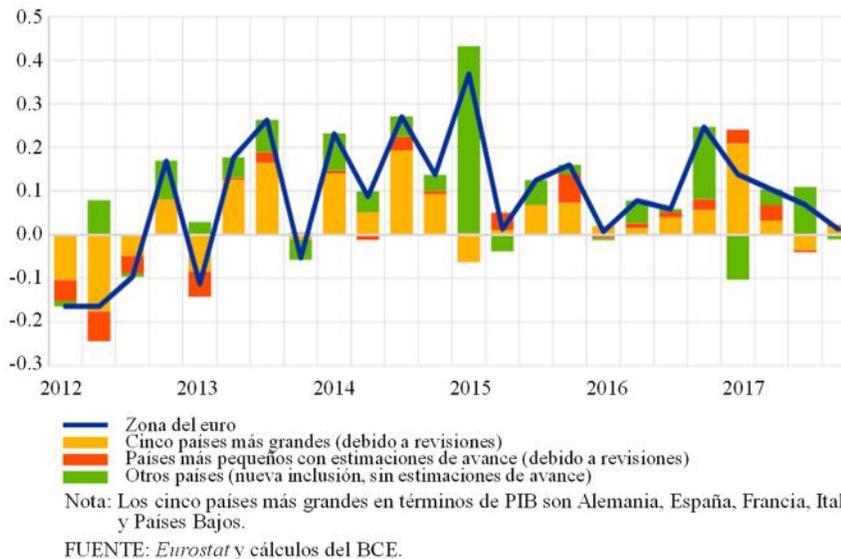
Nota: La primera estimación preliminar de avance de Eurostat se publicó el 29 de abril de 2016 y se refería al primer trimestre de ese año. Las estimaciones preliminares de avance relativas a periodos anteriores proceden de la publicación de Eurostat titulada "Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days". A efectos de este análisis, se utilizan estimaciones con dos decimales. "Estimación actual" se refiere a los datos más recientes disponibles en la sección *Statistical Data Warehouse* del BCE a 7 de marzo de 2018. Las estimaciones de avance se basan en la composición de la zona del euro en el momento correspondiente, mientras que la estimación actual se basa en la composición actual de la zona.

FUENTE: Eurostat.

Asimismo, incluso al examinar cada trimestre por separado no se encuentra evidencia de diferencias particularmente importantes entre las dos estimaciones. Esto sugiere que, pese al adelanto de la fecha de publicación, la fiabilidad de la primera estimación se ha preservado. Por supuesto, en última instancia es necesario comparar la estimación preliminar de avance y la estimación de avance con los últimos datos disponibles del PIB, y en este sentido las dos estimaciones funcionan de igual modo, ya que ambas se sitúan, en promedio, 0.1 puntos porcentuales por debajo de las cifras disponibles más recientes. Como cabría esperar, la mayor parte de esta revisión se debe a los cinco países más grandes, dado que representan más del 80% del PIB de la zona del euro. Sin embargo, los países más pequeños también influyen a este respecto, ya sea como consecuencia de las revisiones de sus propias estimaciones de avance o de la inclusión de los datos de aquellos que no los publican hasta transcurridos como mínimo 60 días después del final del trimestre de

referencia. De hecho, los cuatro países más pequeños que no realizan estimaciones con un desfase de 30 o de 45 días contribuyen de forma relativamente importante a las revisiones efectuadas a nivel de la zona del euro, sobre todo en lo que respecta al primer trimestre de 2015, el cuarto trimestre de 2016 y el tercer trimestre de 2017<sup>3/</sup>.

**CONTRIBUCIONES A LAS DIFERENCIAS ENTRE LA ESTIMACIÓN  
DE AVANCE CON UN DESFASE DE 45 DÍAS Y LOS DATOS  
DISPONIBLES MÁS RECIENTES**  
-Puntos porcentuales-



Las estadísticas de la zona del euro han mejorado con los años, pero aún quedan varios retos por afrontar. La introducción de la estimación preliminar de avance del PIB con un desfase de 30 días es uno de los avances más significativos de las cuentas nacionales de los últimos años, ya que la primera estimación se ha adelantado sin que haya disminuido su fiabilidad. El BCE utiliza regularmente esas estimaciones en sus análisis y en sus proyecciones macroeconómicas, beneficiándose de la mayor prontitud en la disponibilidad de datos. Se espera que otros países de la zona del euro comiencen a publicar estimaciones preliminares de avance del PIB en los próximos años<sup>4/</sup>, pero el número de países que publican estimaciones nacionales o desagregaciones detalladas del gasto con un desfase de 30 días puede no ser suficiente a corto plazo para sustentar un análisis más a fondo

de la evolución macroeconómica a nivel de la zona del euro tan poco tiempo después del final del trimestre de referencia. Además, las estadísticas económicas que se utilizan junto con las estimaciones preliminares de avance siguen siendo menos exhaustivas y oportunas a nivel de la zona del euro que en varios países de la zona y en importantes socios comerciales de fuera de la zona (por ejemplo, Estados Unidos de Norteamérica). Por consiguiente, es importante continuar con el desarrollo de estadísticas pertinentes a nivel nacional y de la zona del euro y establecer prioridades según corresponda, así como mejorar la calidad de los datos de origen que se utilizan para realizar las estimaciones preliminares de avance (por ejemplo, estadísticas coyunturales sobre servicios)<sup>5</sup>. A la postre, estas mejoras aumentarán la fiabilidad y la utilidad de estas estimaciones, facilitando así un análisis económico más detallado.

<sup>1/</sup> Véanse también el sitio web de Eurostat y el recuadro titulado “*Adelanto en la disponibilidad de la estimación de avance del PIB trimestral de la zona del euro: la experiencia inicial*”, Boletín Económico, número 4, BCE, 2016.

<sup>2/</sup> Los métodos concretos de estimación varían en función del país, pero pueden incluir modelos autorregresivos de retardos distribuidos, modelos de factores dinámicos, técnicas de desagregación temporal, modelos de predicción y modelos multivariantes, como se indica en las publicaciones de Eurostat tituladas “*Euro area and European Union GDP flash estimates at t+30*” y “*Overview of GDP flash estimation methods*”.

<sup>3/</sup> Las revisiones de los datos de esos trimestres se debieron principalmente a la incorporación de los datos de Irlanda en el agregado de la zona del euro. El papel muy significativo que desempeñan las multinacionales en ese país y el hecho de que registren sus participaciones como productos de propiedad intelectual (activos intangibles) han dado lugar a un incremento de la volatilidad de las tasas de crecimiento del PIB en los últimos años.

<sup>4/</sup> Según el calendario de publicación de *Istat*, Italia publicará su primera estimación preliminar de avance del PIB el 2 de mayo de 2018.

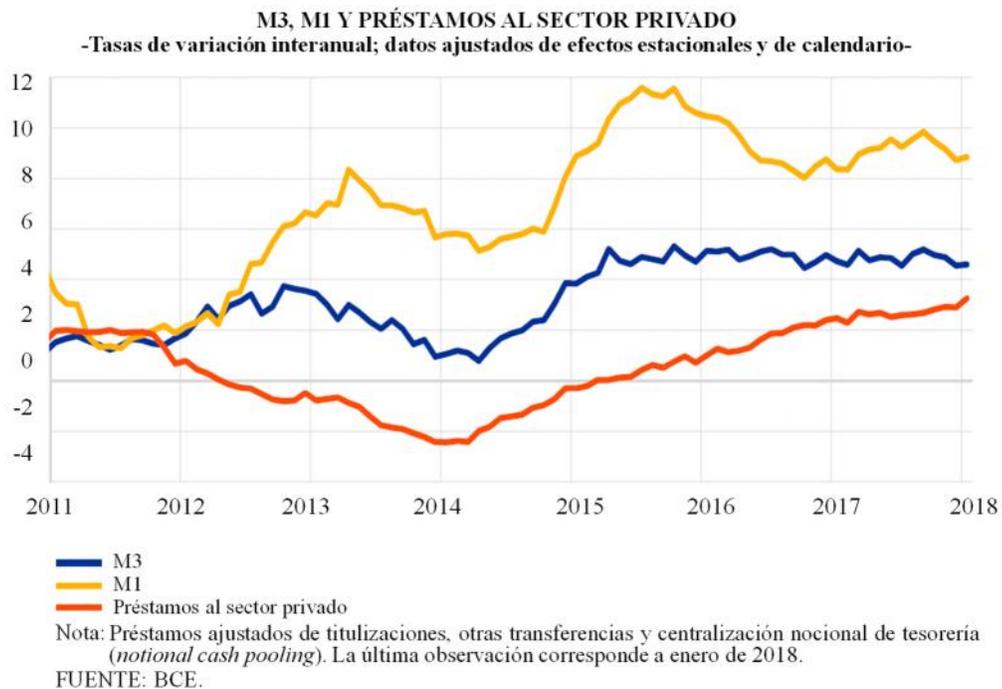
<sup>5/</sup> Véase también el Dictamen del BCE sobre una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a las estadísticas empresariales europeas, que modifica el Reglamento (CE) n.º 184/2005 y deroga diez actos jurídicos en el ámbito de las estadísticas empresariales (CON/2018/1), 2.1.2018.

## Dinero y crédito

En enero de 2018, el agregado monetario amplio continuó creciendo al sólido ritmo observado, en general, desde mediados de 2015. Al mismo tiempo, prosiguió la recuperación del crecimiento del crédito al sector privado. Se estima que el flujo anual

total de financiamiento externo a las sociedades no financieras se intensificó en el cuarto trimestre de 2017.

El crecimiento del agregado monetario amplio siguió siendo sólido —el 4.6%— en enero de 2018, en consonancia con el ritmo sostenido de expansión monetaria registrado desde mediados de 2015. El bajo costo de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tasas de interés muy reducidos y el impacto de las medidas de política monetaria del BCE respaldaron 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 que repuntó hasta el 8.9% en enero (frente al 8.7% de diciembre de 2017), tras la caída registrada en los meses anteriores.

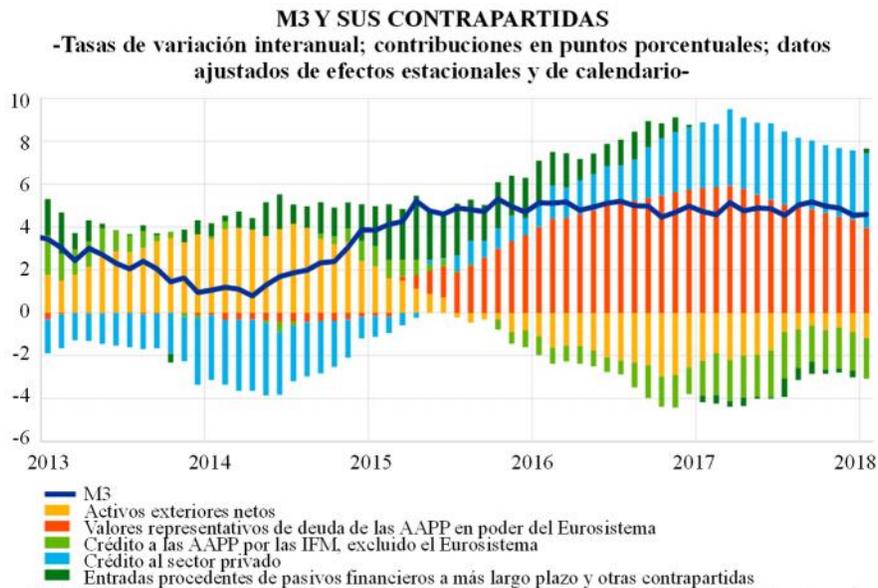


Los depósitos a la vista siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento de M3. Concretamente, la tasa de crecimiento anual de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras continuó siendo sólida en enero, aunque

siguió moderándose. En cambio, la volátil tasa de crecimiento anual de los depósitos a la vista de las instituciones financieras no monetarias registró un fuerte incremento en enero, respaldando el crecimiento de M1 durante el mes. La tasa de crecimiento anual del efectivo en circulación descendió ligeramente en enero, lo que volvió a indicar que no existe una marcada tendencia en el sector tenedor de dinero a sustituir los depósitos por efectivo en un entorno de tasas de interés muy bajas o negativos. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron afectando de forma adversa al agregado M3. La tasa de variación anual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, fue de nuevo negativa en este período. Esta evolución obedeció a la pequeña contribución negativa de las participaciones en fondos del mercado monetario, que refleja el escaso atractivo actual de estos instrumentos, así como a una caída adicional de las emisiones de valores representativos de deuda a corto plazo por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM).

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase la gráfica siguiente). En lo que respecta a las contrapartidas, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedente del aumento del crédito al sector privado compensó, en parte, la disminución de las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), al haberse reducido las compras netas mensuales por parte del Eurosistema en 30 mil millones de euros a partir de enero de 2018. Las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas realizadas por el Eurosistema (véanse las partes de color rojo de las barras de la gráfica), sobre todo en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) del BCE, continuaron contribuyendo favorablemente al avance de M3, mientras que la recuperación sostenida del crédito al sector privado (véanse las partes de color azul de las barras de la gráfica) prestó un apoyo cada vez mayor al crecimiento de dicho agregado. En este último concepto se incluyen los préstamos otorgados 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. 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 (CSPP, por sus siglas en inglés). La persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM contribuyó positivamente al crecimiento de M3 (se incluyen junto con otras contrapartidas en las partes de color verde oscuro de las barras de la gráfica). Las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, contribuyeron al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, y frenaron, por tanto, el crecimiento de M3 (véanse las partes de color verde claro de las barras de la gráfica). Por último, los activos exteriores netos de las IFM (véanse las partes de color amarillo de las barras de la gráfica) siguieron afectando el crecimiento anual de M3.



Nota: 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 IFM, de la zona del euro. Por lo tanto, incluye las tenencias de valores representativos de deuda del Eurosistema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP). La última observación corresponde a enero de 2018.

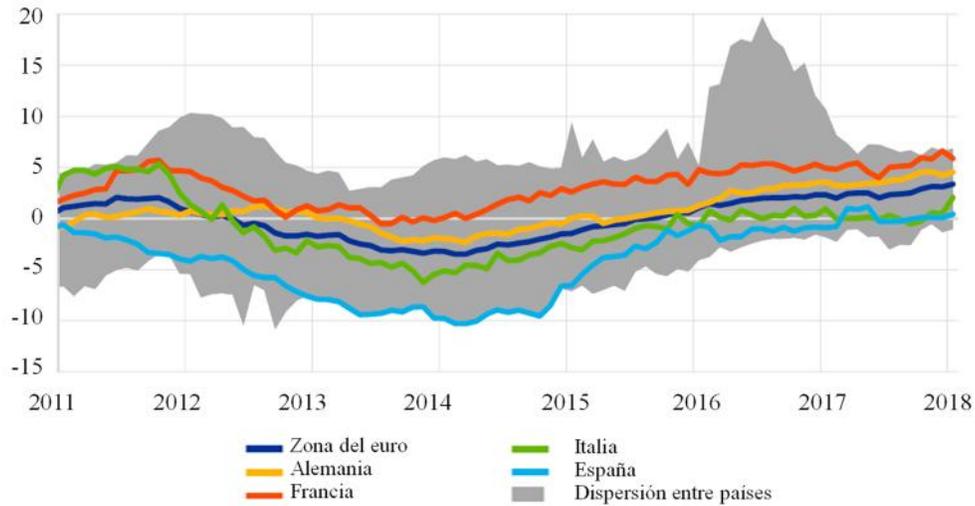
FUENTE: BCE.

Prosigue la recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014. La tasa de crecimiento anual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocional de tesorería [*notional cash pooling*]) continuó su tendencia al alza en enero (véase la gráfica: *M3, M1 y préstamos al sector privado*). Por sectores, los préstamos a sociedades no financieras crecieron a una tasa anual del 3.4% en enero, frente a la tasa del 3.1% de diciembre. El avance de estos préstamos se ha recuperado considerablemente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014 y su dispersión entre países se ha reducido en general. La tasa de crecimiento anual de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 2.9% en enero. El significativo descenso de las tasas de interés del crédito bancario observado en toda la zona del euro desde el verano 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. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances y en la reducción de los préstamos dudosos, aunque el nivel de estos últimos sigue siendo elevado en algunos países y puede continuar limitando la concesión de crédito<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Véase también la sección 3 de *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2017.

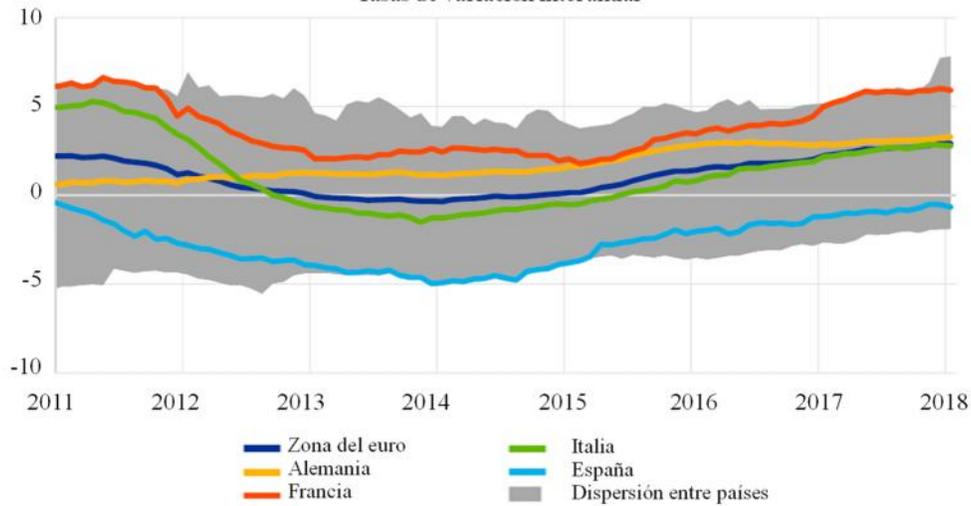
**PRÉSTAMOS DE LAS IFMA A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
EN UNA SELECCIÓN DE PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO**  
-Tasas de variación interanual-



Nota: Ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a enero de 2018.

FUENTE: BCE.

**PRÉSTAMOS DE LAS IFMA A LOS HOGARES EN UNA  
SELECCIÓN DE PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO**  
-Tasas de variación interanual-



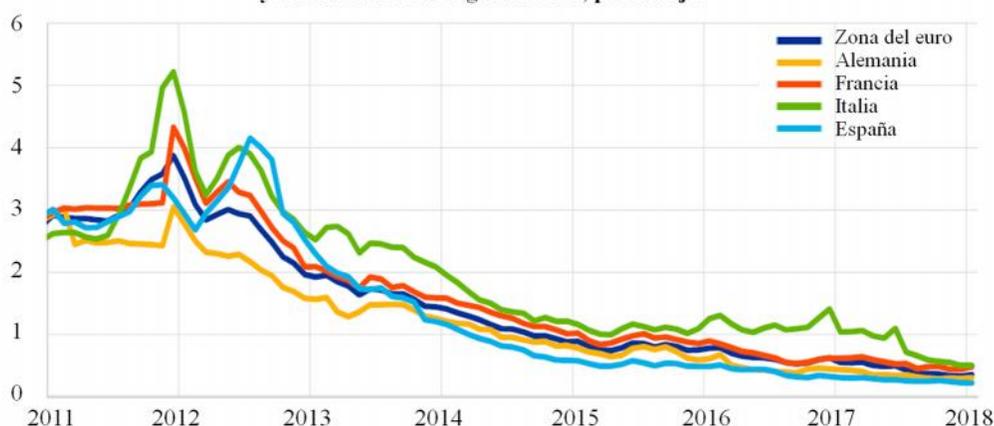
Nota: Ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a enero de 2018.

FUENTE: BCE.

Las condiciones de financiamiento de las entidades de crédito continuaron en mínimos históricos. El costo sintético de financiamiento de las entidades de crédito mediante

deuda se mantuvo prácticamente sin variación en un nivel históricamente bajo en enero, lo que se explica por la estabilidad de los costos de los depósitos, pese al ligero incremento de la rentabilidad de los bonos bancarios en enero. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, el fortalecimiento de los balances de las entidades de crédito y la menor fragmentación de los mercados financieros han contribuido a las favorables condiciones de financiamiento de las entidades de crédito.

**COSTO SINTÉTICO DEL FINANCIAMIENTO  
DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO MEDIANTE DEUDA**  
-Costo sintético del financiamiento mediante depósitos  
y mediante deuda no garantizada; porcentajes-



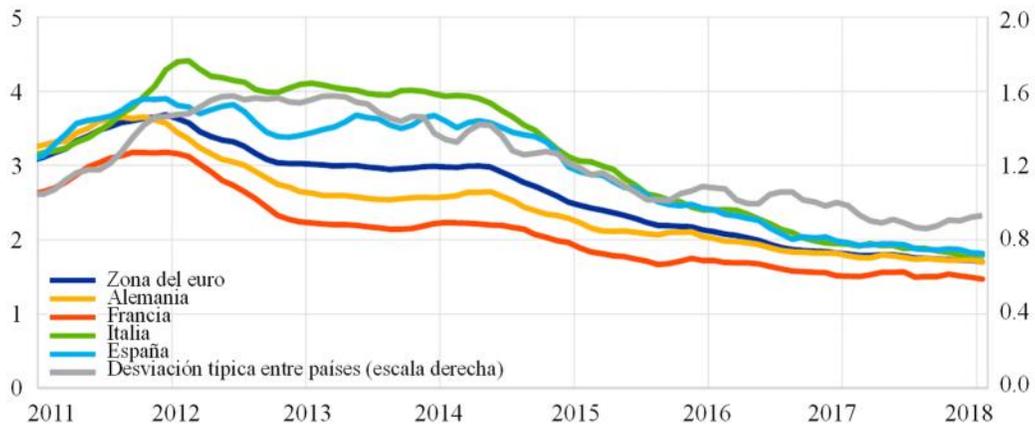
Nota: El costo sintético de los depósitos se calcula como una media de las tasas de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La última observación corresponde a enero de 2018.

FUENTE: BCE, *Markit Iboxx* y cálculos del BCE.

Las tasas de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras se redujeron hasta situarse en un nuevo mínimo histórico. En enero de 2018, las tasas de interés sintéticas de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras volvieron a disminuir hasta registrar un mínimo histórico del 1.67%, y los de los préstamos a hogares se mantuvieron prácticamente sin variación en el 1.84%, algo por encima del mínimo histórico del 1.78% alcanzado en diciembre de 2017. En general, las tasas de interés sintéticas del crédito bancario otorgado a estos dos sectores han bajado considerablemente más que las tasas de interés de referencia del mercado desde

que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014, lo que señala una mejora en la transmisión de las medidas de política monetaria a las tasas de interés de estos préstamos. El descenso de los costos sintéticos de financiamiento de las entidades de crédito ha favorecido la reducción de las tasas de interés sintéticas de los préstamos. Entre mayo de 2014 y enero de 2018, las tasas de interés sintéticas de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron 126 puntos básicos y 108 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 contribuye a una transmisión más homogénea entre países de la política monetaria a las tasas de interés de estos préstamos. 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 considerable. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de las tasas de interés de los préstamos bancarios.

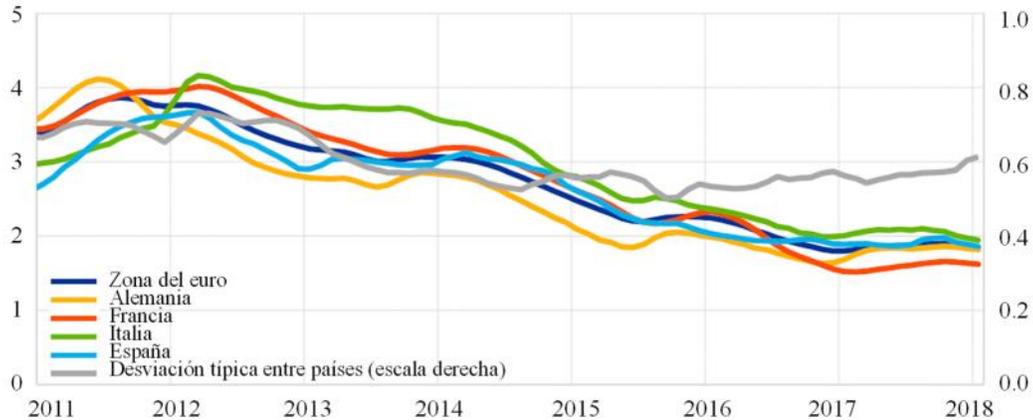
**TASAS DE INTERÉS SINTÉTICAS DE LOS PRÉSTAMOS  
CONCEDIDOS A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS**  
-Porcentajes; medias móviles de tres meses-



Nota: El indicador del costo total de financiamiento bancario se calcula agregando las tasas de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a enero de 2018.

FUENTE: BCE.

TASAS DE INTERÉS SINTÉTICAS DE LOS PRÉSTAMOS  
 PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA  
 -Porcentajes; medias móviles de tres meses-



Nota: El indicador del costo total de financiamiento bancario se calcula agregando las tasas de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a enero de 2018.

FUENTE: BCE.

Se estima que el flujo anual total de financiamiento externo a las sociedades no financieras de la zona del euro se intensificó en el cuarto trimestre de 2017. Esta evolución refleja mejoras adicionales del crédito bancario y efectos base. En conjunto, la recuperación de financiamiento externo de las sociedades no financieras, observada desde principios de 2014, se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, en nuevos descensos del costo de financiamiento mediante deuda, en la relajación de las condiciones de concesión del crédito bancario y en el aumento del número de fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, los crecientes saldos de efectivo de las sociedades no financieras, que se sitúan en máximos históricos, han reducido la necesidad de financiamiento externo.

Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se moderaron en el cuarto trimestre de 2017. Pese a que las emisiones netas fueron positivas en octubre y en noviembre, en diciembre pasaron a ser negativas. Sin embargo, los datos de mercado apuntan a que la actividad emisora volvió a fortalecerse en enero y permaneció en niveles sólidos en febrero. Las emisiones netas de acciones

cotizadas por parte de las sociedades no financieras se mantuvieron contenidas en el cuarto trimestre de 2017.

El costo de financiamiento de las sociedades no financieras ha aumentado ligeramente desde enero. El costo nominal total de financiamiento externo de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y de financiamiento mediante acciones, se incrementó en torno a 15 puntos básicos hasta situarse en el 4.6% en febrero, tras permanecer estable durante varios meses. La mayor parte del aumento registrado desde enero de 2018 puede atribuirse al alza de los costos de los valores de renta fija y de las acciones. Aunque el costo actual del financiamiento externo se sitúa en torno a 50 puntos básicos por encima del mínimo histórico de julio de 2016, permanece por debajo del nivel observado a mediados de 2014, cuando empezaron a surgir expectativas de mercado sobre la introducción del programa de compras de valores públicos (PSPP).

### **Evolución de las finanzas públicas**

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018, se espera que el déficit presupuestario de la zona del euro experimente una reducción adicional a lo largo del horizonte de proyección (2017- 2020). La mejora de las perspectivas de las finanzas públicas es consecuencia, principalmente, de condiciones cíclicas favorables y de la disminución de los pagos por intereses, al tiempo que las medidas discrecionales de consolidación son limitadas. A tenor de las proyecciones, la orientación general media de la política fiscal de la zona del euro seguirá siendo prácticamente neutral en 2018-2020. La deuda en relación con el PIB de la zona del euro continuará descendiendo, aunque se mantendrá en niveles elevados. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarían de la reconstitución de los colchones fiscales.

Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya a lo largo del horizonte de proyección. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018<sup>16</sup>, la proporción de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá gradualmente desde el 1% del PIB de 2017 hasta el 0.3% del PIB en 2020. La mejora de las perspectivas de las finanzas públicas, algo más positivas que las de las proyecciones de diciembre de 2017, es resultado, principalmente, de las condiciones cíclicas favorables y de la disminución de los pagos por intereses.

**EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN LA ZONA DEL EURO**  
**-Porcentaje del PIB-**

	2017	2018	2019	2020
a. Ingresos totales	46.0	45.6	45.3	45.2
b. Gastos totales	47.0	46.3	45.9	45.5
de los cuales:				
c. Gasto por intereses	2.0	1.9	1.8	1.7
d. Gasto primario (b - c)	45.0	44.5	44.1	43.8
<b>Saldo presupuestario (a - b)</b>	-1.0	-0.7	-0.6	-0.3
<b>Saldo presupuestario primario (a - d)</b>	1.0	1.1	1.1	1.4
<b>Saldo presupuestario ajustado de ciclo</b>	-1.1	-1.0	-1.1	-0.9
<b>Saldo estructural primario</b>	1.0	0.9	0.8	0.9
<b>Deuda bruta</b>	86.7	84.4	82.1	79.7
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	2.4	2.3	1.9	1.7

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

FUENTE: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018.

Se prevé que la orientación media de la política fiscal de la zona del euro se mantenga prácticamente neutral en 2018-2020<sup>17</sup>. Se espera que los recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales soportadas por los trabajadores se vean

<sup>16</sup> Véanse las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018.

<sup>17</sup> La orientación de la política fiscal refleja la dirección y la magnitud del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación del saldo estructural primario, es decir, la proporción de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado “*The euro area fiscal stance*”, Boletín Económico, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

compensados en gran parte por los incrementos de los impuestos indirectos y el débil crecimiento del gasto público actual. Según las proyecciones, la orientación de la política fiscal también será neutral en 2019-2020, ya que se prevé que las medidas expansivas por el lado de los ingresos se compensen totalmente con una contención adicional del gasto público, lo que sugiere que los países de la zona del euro no tienen previsto aprovechar la mayor solidez y madurez de la expansión económica para constituir colchones fiscales. Como se señala en el recuadro titulado “*La orientación de la política fiscal durante períodos de expansión anteriores*” de este Boletín Económico, las políticas fiscales en épocas de bonanza económica no han sido, generalmente, lo suficientemente contracíclicas durante la fase de expansión previa a la crisis financiera.

Se espera que los elevados niveles de deuda pública de la zona del euro continúen descendiendo. A tenor de las proyecciones, la proporción media de deuda de la zona del euro en relación con el PIB, que registró un máximo en 2014, disminuirá desde el 86.7% del PIB de 2017 hasta el 79.7% del PIB a finales de 2020. La reducción de esta proporción se sustenta en el aumento sostenido de los superávits primarios y en unos diferenciales entre tasas de interés y crecimiento positivos como consecuencia de unas perspectivas macroeconómicas, en general, favorables. En comparación con las proyecciones de diciembre, las perspectivas para la proporción media de deuda han mejorado, reflejando un efecto de comparación a la baja con respecto a 2017 y contribuciones ligeramente más elevadas de los diferenciales entre tasas de interés y crecimiento. Sin embargo, la evolución de la proporción media de deuda en relación con el PIB de la zona del euro oculta importantes diferencias entre países. Mientras que en la mayoría de los países de la zona del euro se espera un descenso de la proporción de deuda, en algunos se incrementará. Es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales —respetando íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento—, especialmente en los países con niveles de deuda elevados, para que la proporción de deuda se sitúe en una firme senda descendente y reducir la vulnerabilidad

de las finanzas públicas ante nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o ante un rápido repunte de las tasas de interés. Esta valoración también se ve respaldada por el análisis realizado por la Comisión Europea en el informe publicado recientemente titulado “*Debt Sustainability Monitor 2017*”, en el que se llega a la conclusión de que existen riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas a mediano y largo plazo en varios Estados miembros. En este sentido, las reformas de los sistemas de pensiones no solo contribuyen a la sostenibilidad fiscal a largo plazo, sino que, en general, también pueden ayudar a moderar los efectos macroeconómicos potencialmente adversos del envejecimiento de la población, como se señala en el artículo titulado “El impacto económico del envejecimiento de la población y las reformas de los sistemas de pensiones” en este Boletín Económico.

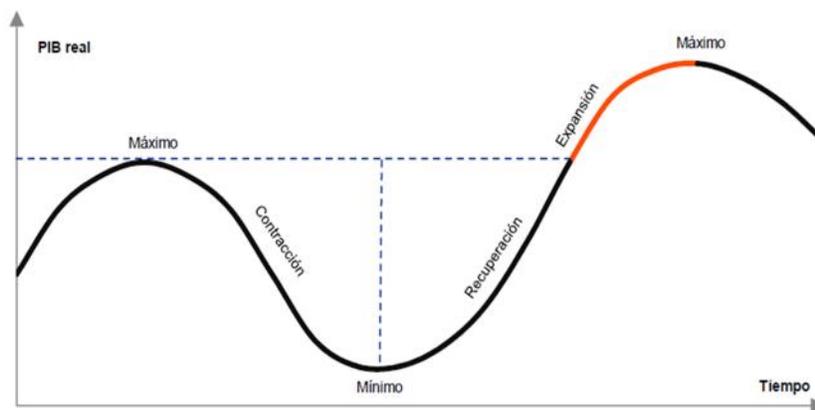
### **La orientación de la política fiscal durante períodos de expansión anteriores**

La actividad económica de la zona del euro en su conjunto y de la mayoría de los países que la integran se ha recuperado hasta alcanzar los niveles registrados antes de la crisis, y actualmente está expandiéndose. En los cuatro últimos años, el avance gradual hacia una expansión generalizada y auto sostenida ha ido acompañado de una orientación prácticamente neutral de las políticas fiscales en el conjunto de la zona del euro. En otras palabras, las políticas discrecionales aplicadas ni han dado un impulso significativo a la economía ni han sido un lastre para el crecimiento de la zona en su conjunto. Habida cuenta de la creciente solidez y madurez de la expansión, podría resultar apropiado adoptar una orientación más contracíclica para la zona. Los argumentos a favor de una política fiscal contracíclica recogidos en la literatura<sup>1/</sup> giran fundamentalmente en torno a la necesidad de mejorar la posición fiscal en épocas de bonanza y utilizar el margen de maniobra fiscal resultante para sostener la economía durante recesiones, sin que la sostenibilidad de la deuda se vea amenazada. En la zona del euro, el importante papel que desempeñan los

estabilizadores automáticos para asegurar la contraciclicidad exige que los países instrumenten sus políticas en consonancia con los compromisos adquiridos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), lo que les permitirá reconstituir los colchones fiscales, reducir las proporciones de deuda y mantener las políticas fiscales en una senda sostenible.

En este contexto, en este recuadro se analiza la orientación de la política fiscal durante períodos expansivos anteriores y la medida en que las épocas de bonanza se han utilizado para constituir colchones fiscales. En este recuadro, una expansión se define como el período transcurrido desde que el PIB vuelve a situarse en el nivel máximo anterior a la contracción hasta que alcanza el siguiente máximo<sup>2/</sup>. Con frecuencia, esta parte del ciclo se denomina expansión, en contraposición a la fase de recuperación, es decir, el período durante el cual el PIB retorna desde un mínimo cíclico hasta el nivel máximo previo. Una forma alternativa utilizada para caracterizar las expansiones consiste en identificar éstas con los períodos en los que la brecha de producción es positiva y el ritmo de crecimiento observado del PIB es mayor que el del PIB potencial.

#### REPRESENTACIÓN SIMPLIFICADA DEL CICLO ECONÓMICO



Nota: El segmento de expansión que figura en rojo muestra el período transcurrido entre el momento en el que el nivel del PIB real vuelve a situarse en su máximo anterior y continúa creciendo hasta alcanzar el siguiente máximo. Una contracción se define como un período con al menos dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo del PIB.

FUENTE: BCE, elaboración propia.

Entre 1996 y 2007, la zona del euro registró un prolongado período de expansión. Durante ese tiempo, el PIB de la zona creció, en promedio, un 2.4% al año. Entre las cinco economías de mayor tamaño de la zona, Francia, España y los Países Bajos experimentaron un largo período de expansión, con un crecimiento medio del PIB en estos dos últimos países considerablemente más elevado que en Francia. En el caso de Alemania e Italia, la muy prolongada fase expansiva registrada en ambos se interrumpió a principios de la década de 2000, se reanudó en torno a mediados de esa década y continuó hasta 2007.

### ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL Y EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS DURANTE PERÍODOS DE EXPANSIÓN

Períodos de expansión	Orientación fiscal media anual	Saldo primario ajustado de ciclo		Deuda de las AAPP		Saldo primario	Crecimiento del PIB real	Brecha de producción
		Comienzo	Final	Comienzo	Final			
		Porcentaje del PIB						
<b>Zona del euro</b>								
I TR 1996-I TR 2008	0.0	0.5	0.7	70.8	64.9	1.4	2.4	0.6
<b>Alemania</b>								
I TR 1996-II TR 2001	0.6	0.4	3.3	54.8	58.9	1.3	1.9	0.0
II TR 2005-I TR 2008	0.6	0.0	1.8	64.8	63.7	1.1	2.6	-0.1
I TR 2011-III TR 2012	1.5	-0.6	1.2	80.9	79.8	1.9	2.5	0.5
<b>Francia</b>								
I TR 1996-I TR 2008	-0.1	-0.7	-1.7	55.8	64.3	0.2	2.3	0.8
<b>Italia</b>								
I TR 1996-I TR 2001	0.0	3.9	4.0	116.9	105.1	5.0	2.0	0.3
IV TR 2003-I TR 2008	0.1	1.5	1.9	100.5	99.8	1.4	1.5	1.4
<b>España</b>								
I TR 1996-II TR 2008	0.2	-0.8	1.9	61.7	35.6	2.0	3.8	1.7
<b>Países Bajos</b>								
I TR 1996-II TR 2008	0.3	-2.8	0.8	73.6	42.7	2.4	3.0	0.0

Nota: Los períodos de expansión indican los trimestres a partir de los que el nivel del PIB retorna al máximo anterior a la contracción y hasta que alcanza el siguiente máximo. La orientación fiscal media anual se calcula como la variación interanual media del saldo primario ajustado de ciclo. Dado que los datos sobre el saldo primario ajustado de ciclo están disponibles solo a partir de 1995 y, por lo tanto, los relativos a la orientación fiscal a partir de 1996, el comienzo de la primera fase expansiva se ha fijado en el primer trimestre de 1996. No obstante, el PIB real de la zona del euro alcanzó el nivel máximo anterior a la crisis en el segundo trimestre de 1994. Los indicadores se refieren a datos a fin de año cuando el final de la expansión se produce a partir del tercer trimestre. Para Alemania, el saldo primario ajustado de ciclo de 1995 se ha corregido del considerable impacto puntual de la inclusión de *Treuhandanstalt* (una agencia fiduciaria creada para privatizar empresas de la antigua República Democrática Alemana) en los presupuestos federales de Alemania.

FUENTE: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

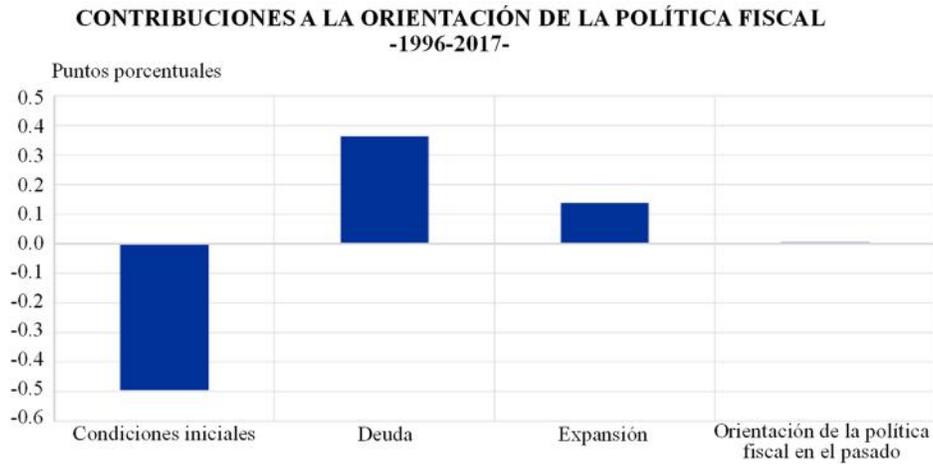
De los cinco países de la zona del euro mencionados, la tasa de crecimiento media del PIB de Italia fue la más baja durante el período de expansión que precedió a la gran recesión. En años más recientes, Alemania ha sido el único país en el que se identificó una breve fase expansiva inmediatamente después de la crisis económica y financiera de 2008-2009.

En el período que precedió a la crisis financiera, la orientación media de la política fiscal de la zona del euro fue neutral<sup>3/</sup>. En los distintos países, la orientación de la política fiscal, definida como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, fue prácticamente neutral en España, Italia y Francia, ligeramente contractiva en los Países Bajos y más contracíclica en Alemania<sup>4/</sup>.

Asimismo, como el PIB también creció de forma acusada, la proporción de deuda disminuyó de forma significativa en España y en los Países Bajos. En cambio, aumentó en Francia, entre otros factores como consecuencia de la persistencia de un saldo primario ajustado de ciclo negativo durante todo el período expansivo. Se ha de observar que Italia registró superávits primarios ligeramente elevados durante la expansión de 1996-2000 que se plasmaron en una reducción sustancial de su proporción de deuda. Sin embargo, esta evolución no se repitió en la siguiente fase de expansión, entre 2003 y 2007, cuando el crecimiento medio del PIB fue algo más débil y el superávit primario considerablemente más bajo. Alemania destaca como el país con el mayor grado de contracíclicidad, de forma consistente, durante las fases expansivas.

Un análisis simple de la “función de reacción fiscal” permite identificar los principales factores que están determinando las políticas discrecionales. Según la literatura al respecto<sup>5/</sup>, al decidir qué orientación debe seguir la política fiscal, los responsables políticos pueden verse influenciados por: i) el nivel de deuda, ya que las proporciones de deuda elevadas pueden requerir medidas de consolidación para garantizar la sostenibilidad; ii) el nivel inicial del saldo primario, puesto que cuanto

más elevado sea, menor será la necesidad de constituir colchones fiscales; iii) consideraciones electorales, porque la política fiscal puede utilizarse para conseguir apoyos en épocas de elecciones, y iv) el ciclo económico, dado que los Gobiernos pueden constituir colchones fiscales en épocas de bonanza para contrarrestar los efectos de una recesión posterior.



Nota: Las barras representan el impacto relativo de cada variable explicativa considerada sobre la orientación de la política fiscal (es decir, la variación del saldo primario ajustado de ciclo) estimada con una función de reacción fiscal. Para cada variable, este impacto se calcula multiplicando el coeficiente estimado por el valor medio de dicha variable, tomado como proporción del valor predicho de la orientación de la política fiscal. Las estimaciones de los coeficientes se han obtenido utilizando técnicas de datos de panel con efectos fijos (véase la nota al pie 3). Otros contrastes de robustez incluyen la estimación mediante el método generalizado de momentos dinámico para tener en cuenta la posible endogeneidad derivada de la inclusión de la variable dependiente retardada entre los regresores. Los instrumentos utilizados son valores retardados de las variables endógenas. Los resultados son robustos a las diversas especificaciones. Observaciones = 100. Las condiciones iniciales incluyen el nivel retardado del saldo primario ajustado de ciclo y la constante.

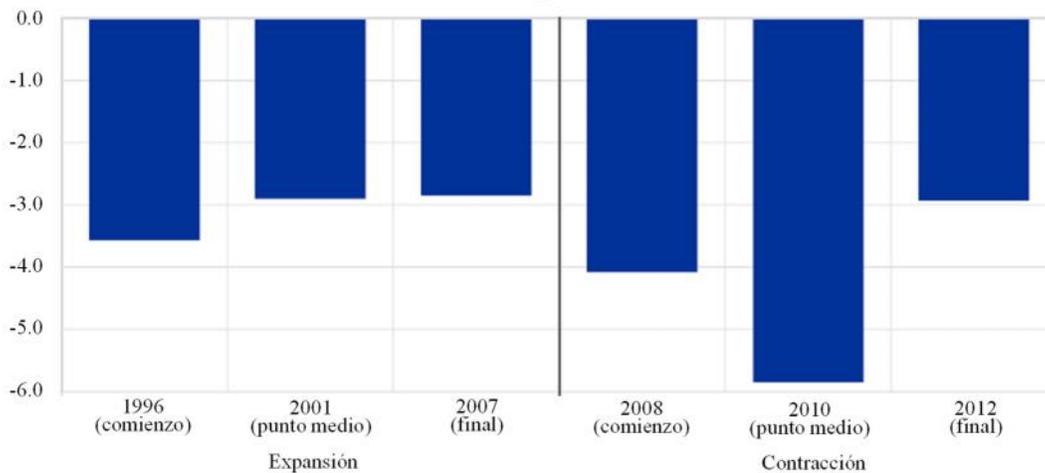
FUENTE: Comisión Europea.

La función de reacción fiscal estimada parece ser acorde con la evidencia descriptiva que se presenta en el cuadro anterior. La gráfica siguiente muestra el impacto relativo de las variables explicativas estadísticamente significativas, obtenido a partir de las estimaciones de la función de reacción fiscal<sup>6/</sup>. Los resultados confirman las conclusiones de la literatura, concretamente que la orientación general de la política fiscal se ha visto influida positivamente (en el sentido de una orientación de la política fiscal más restrictiva) por el nivel de deuda y negativamente (en el sentido de una orientación más expansiva) por el nivel inicial de saldo primario. Además, la gráfica muestra que, durante los períodos de

expansión económica, según se define en este recuadro, la orientación de la política fiscal también tiende a ser relativamente más restrictiva.

La orientación ligeramente contracíclica o prácticamente neutral que predominó durante la fase expansiva anterior a la crisis financiera no fue suficiente para constituir colchones adecuados a fin de afrontar la recesión posterior. En el contexto del marco de gobernanza fiscal de la UE, todos los países miembros deben alcanzar unos niveles sostenibles de deuda y al mismo tiempo asegurarse de que sus presupuestos ofrecen suficiente margen de maniobra, así como un margen de seguridad para evitar incumplir las normas fiscales de la UE en caso de producirse perturbaciones negativas<sup>7/</sup>. Durante el período expansivo muy prolongado anterior a la crisis financiera y económica de 2008-2009, la zona del euro no logró constituir suficientes colchones fiscales. Esto se debió a la persistencia de un saldo ajustado de ciclo negativo (es decir, el saldo presupuestario, excluido el componente cíclico).

**SALDO AJUSTADO DE CICLO DE LA ZONA DEL EURO EN LA  
EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN ANTERIORES**  
-Porcentaje del PIB-



■ Saldo ajustado de ciclo

Nota: Véanse las definiciones de expansión y contracción en las notas de la gráfica: Representación simplificada del ciclo económico. El punto medio se refiere al año en la mitad del período de expansión y contracción.

FUENTE: Comisión Europea.

Al iniciarse la crisis, el saldo ajustado de ciclo de la zona era del  $-2.8\%$ . En el período posterior (2008-2010) descendió adicionalmente, en torno a 3 puntos porcentuales del PIB (situándose en el  $-5.8\%$  en 2010), y la deuda en relación con el PIB aumentó casi 20 puntos porcentuales del PIB, según datos de la Comisión Europea. Sobre la base de esta experiencia y en vista de la deuda acumulada durante la doble recesión, parece haber razones justificadas para que los países de la zona del euro aprovechen las favorables condiciones económicas actuales para reconstituir suficientes colchones fiscales, en consonancia con el PEC. En este contexto conviene recordar la observación del Eurogrupo de noviembre de 2017 de que el limitado ajuste fiscal estructural que algunos Estados miembros tienen previsto acometer en 2018 era motivo de preocupación, especialmente cuando va unido a unos riesgos considerables para la sostenibilidad<sup>8/</sup>. El Eurogrupo invitó a todos los Estados miembros que, a juicio de la Comisión, corrían el riesgo de incumplir las exigencias del PEC, a que consideren, oportunamente, la adopción de las medidas adicionales necesarias para asegurar que las cumplan en sus presupuestos para 2018.

1/ Véanse, entre otros, John B. Taylor, “Reassessing Discretionary Fiscal Policy”, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n.º 3, 2000, pp. 21-36 y, para un análisis más reciente “Now is the time: Fiscal policies for sustainable growth”, *Fiscal Monitor*, FMI, Washington, abril de 2015.

2/ Para determinar los máximos y mínimos cíclicos se utiliza el método de Bry-Boschan con datos trimestrales del PIB real. Para más detalles, véase Harding y Pagan “Dissecting the cycle: A methodological investigation” *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, número 2, 2002, pp. 365-381.

3/ La orientación de la política fiscal mide el efecto de la política del Gobierno en el saldo presupuestario. El saldo primario ajustado de ciclo (es decir, el saldo presupuestario excluidos los pagos de intereses y el componente cíclico) es el principal indicador utilizado para medir este efecto. Con todo, puede ser una medida imperfecta de los esfuerzos del Gobierno, habida cuenta de la incertidumbre en torno al cálculo de la brecha de producción y del hecho de que el propio indicador podría estar influido por factores que escapan al control del Gobierno, entre los que se incluyen los ingresos públicos y las cotizaciones sociales que dependen de bases que con frecuencia muestran una evolución ligeramente distinta de la del PIB, de modo que las elasticidades impositivas estándar no son válidas. Recientemente, la evaluación del esfuerzo fiscal se ha complementado con un análisis “desagregado” (*bottom-up*) que proporciona una cuantificación más detallada del esfuerzo del Gobierno en términos de medidas relacionadas con los ingresos y los gastos. Para más detalles, véase el artículo titulado “*The assessment of fiscal effort*”, Boletín Mensual, BCE, octubre de 2014.

4/ En general, una orientación de la política fiscal entre el  $-0.2$  y el  $+0.2$  % del PIB suele considerarse prácticamente neutral. En el análisis efectuado en este recuadro se utilizan datos ex post. Se ha de observar que, en comparación con los datos en tiempo real, los datos ex post muestran un deterioro de los saldos ajustados de ciclo en los países de la zona del euro como consecuencia de revisiones a la baja ex post del producto potencial durante la fase expansiva de 1996-2007. Esto significa que los datos en tiempo real habrían mostrado una orientación más contracíclica que los datos ex post.

- 5/ Véanse A. Turrini, “Fiscal policy and the cycle in the euro area: The role of government revenue and expenditure”, *Economic Papers*, n.º 323, 2008; C. Checherita-Westphal y V. Ž árek, “Fiscal reaction function and fiscal fatigue: evidence for the euro area”, *Working Paper Series*, n.º 2036, BCE, 2017, y R. Golinelli, I. Mammi, S. Momigliano y P. Rizza, “The Cyclicity of Fiscal Policy in the Euro Area over the Crisis” en las actas del XIX Seminario sobre Finanzas Públicas, Banca d’Italia, 2017, mimeo.
- 6/ Según el enfoque de la función de reacción fiscal, la orientación de la política fiscal (es decir, la variación del saldo primario ajustado de ciclo) se estima como una función de: i) la orientación de la política fiscal retardada; ii) el nivel retardado del saldo primario ajustado de ciclo; iii) el nivel de deuda retardado, y iv) una variable ficticia igual a 1 durante los años de expansión económica (según se define en el gráfico A), y 0 en los demás casos. Esta relación se estima utilizando una muestra de las cinco economías más importantes de la zona del euro durante el período 1996-2017. Los métodos de estimación se basan en datos de panel, con efectos fijos y variables instrumentales para tener en cuenta posibles problemas de endogeneidad. Otros contrastes de robustez incluyen la estimación mediante el método generalizado de momentos dinámico.
- 7/ Desde 2005, este requisito se ha concretado en la exigencia de converger hacia su objetivo a mediano plazo, esto es, mantener una situación presupuestaria en equilibrio o próxima al equilibrio en términos estructurales. Dado que este análisis se inicia antes de la introducción del equilibrio estructural, el nivel del saldo ajustado de ciclo al final de cada fase expansiva se utiliza como aproximación al grado en que los países han constituido colchones fiscales.
- 8/ Véase el recuadro titulado “Análisis de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2018”, Boletín Económico número 8, BCE, 2017.

**Fuente de información:**

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2018/Fich/bebce1802.pdf>

**Políticas y actividades del BCE en el entorno económico y financiero de 2017 (BCE)**

El 9 de abril de 2018, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en *Fráncfort*, Alemania, su Informe anual 2017 en el que informó que la recuperación económica de la zona del euro se materializó en una expansión sólida y generalizada. A continuación se presenta el artículo: “Políticas y actividades del BCE en el entorno económico y financiero de 2017”.

**La recuperación económica de la zona del euro se vio respaldada por factores favorables y por la política monetaria**

La expansión económica de la zona del euro iniciada en 2013 prosiguió en 2017 y demostró capacidad de resistencia ante las incertidumbres. El crecimiento del producto se afianzó y adquirió un carácter más generalizado, y la dispersión de las tasas de

crecimiento entre los distintos países y sectores se situó en su nivel más bajo en dos décadas. Los mercados de trabajo de la zona continuaron beneficiándose de la recuperación actual. El empleo aumentó hasta alcanzar su cota más elevada desde la creación de la zona del euro, mientras que la tasa de desempleo descendió hasta situarse en niveles no observados desde el primer trimestre de 2009.

La recuperación de la zona del euro se vio respaldada por diversos factores cíclicos y estructurales favorables. El crecimiento del producto mundial cobró impulso y contribuyó a la demanda de exportaciones, al tiempo que los años de saneamiento de los balances, de consolidación de las instituciones y de reformas estructurales en la zona también dieron fruto. Además, la orientación general de la política fiscal fue prácticamente neutral. Las medidas de política monetaria del BCE continuaron favoreciendo el crecimiento monetario y crediticio y desempeñaron un papel clave para sustentar el repunte del consumo de los hogares y de la inversión empresarial asegurando unas tasas de interés bajas y la persistencia de unas condiciones de financiamiento favorables.

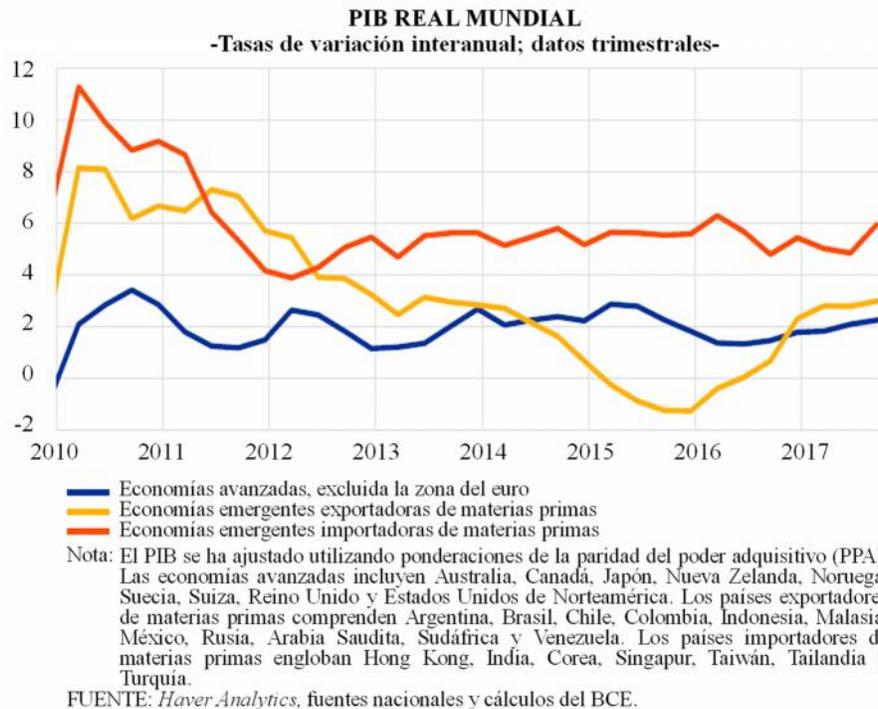
Pese a la sólida recuperación económica, la inflación siguió sin mostrar signos convincentes de un ajuste sostenido al alza hacia un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a mediano plazo, acorde con la definición de estabilidad de precios del BCE. Las presiones inflacionistas subyacentes se mantuvieron contenidas, ya que el grado de holgura del mercado de trabajo continuó siendo significativo. Las mejoras observadas en el mercado de trabajo aún no se plasmaron en un crecimiento más dinámico de los salarios. Asimismo, fue importante hacer abstracción de la volatilidad de los datos de corto plazo sobre la inflación, cuyas implicaciones para las perspectivas de la estabilidad de precios a mediano plazo fueron limitadas (o nulas).

El crecimiento sólido y generalizado dio razones para confiar en que la inflación aumentaría con el tiempo. A este respecto, el Consejo de Gobierno del BCE subrayó

que se requería paciencia, perseverancia y prudencia, ya que se esperaba que este proceso llevara tiempo y seguía supeditado al mantenimiento de un grado muy sustancial de acomodación de la política monetaria.

### El crecimiento económico mundial cobró impulso

En 2017 continuó la recuperación cíclica de la economía mundial, que se extendió a todos los países y componentes. Aunque el consumo continuó siendo un factor clave del crecimiento a escala global, la demanda de inversión experimentó un repunte, especialmente en las economías avanzadas. La recuperación del comercio mundial coincidió con la mejora del clima empresarial y con una rotación de la demanda hacia regiones más intensivas en importaciones, en particular Europa.



La recuperación económica mundial estuvo respaldada por diversos factores favorables en las economías avanzadas, al tiempo que las notables dificultades que afrontaban las economías emergentes disminuyeron. En las economías avanzadas, el grado de holgura

de la capacidad productiva y de los mercados de trabajo siguió reduciéndose, ya que las fuentes de crecimiento pasaron a tener un carácter cada vez más endógeno. Las políticas acomodaticias, así como el aumento de la confianza de las empresas y los hogares favorecieron la actividad económica en estas economías. En las economías emergentes, el tono acomodaticio de las políticas siguió sustentando la robusta expansión de los países importadores de materias primas, mientras que el crecimiento experimentó un repunte en los países exportadores de estas materias gracias al aumento de los precios de las materias primas y a la reanudación de las entradas de capital.



El repunte de la demanda nacional y la disminución del desempleo no se plasmaron en aumentos de los salarios (véase gráfica anterior) y de la inflación subyacente en la mayoría de las principales economías. En comparación con el año anterior, la inflación mundial, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo prácticamente estable. No obstante, la inflación general mundial se incrementó como consecuencia de la recuperación de los precios de las materias primas.



### **El aumento de los precios de las materias primas impulsó al alza la inflación mundial**

Después de que, durante la primera mitad del año, los precios del petróleo registraron una tendencia a la baja, desde 56 dólares estadounidenses por barril en enero hasta situarse en 44 dólares por barril en junio, como reflejo principalmente de las dudas acerca de la efectividad del acuerdo para recortar la producción alcanzado en 2016 entre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e importantes productores de crudo no pertenecientes a esta organización, en un contexto de elevada oferta de Estados Unidos de Norteamérica, en el segundo semestre de 2017, los precios del Brent se recuperaron. Estos precios respaldaron la evolución de la inflación mundial, incrementándose hasta alcanzar los 67 dólares estadounidenses por barril a finales de diciembre y señalando un reajuste del mercado como consecuencia de una demanda superior a la esperada en 2017, de la prórroga de los recortes de producción acordada por la OPEP y otros productores en mayo de 2017, y de las interrupciones en el suministro en algunos países productores, lo que se plasmó en una reducción continua de las existencias de crudo.



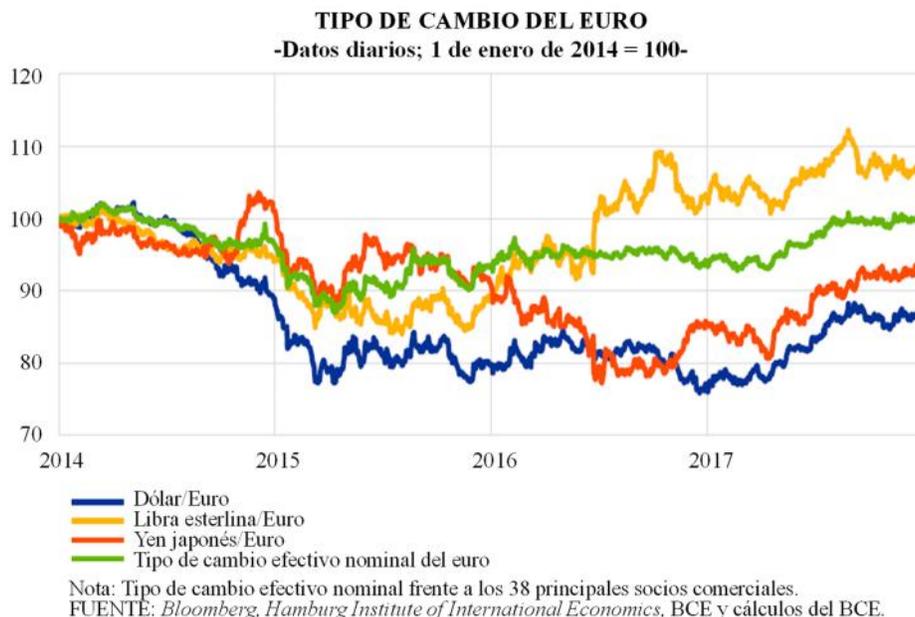
A finales del año, los precios también se vieron favorecidos por las tensiones geopolíticas, por las expectativas de una nueva prórroga, hasta el final de 2018, de la vigencia del acuerdo para reducir la producción por parte de los países de la OPEP y de otros países productores, confirmada el 30 de noviembre de 2017, así como por la fortaleza de la demanda mundial de crudo.

En términos generales, los precios de las materias primas no energéticas aumentaron en 2017, impulsados principalmente por el aumento de los precios de los metales. Tras experimentar un descenso transitorio durante el verano, los precios de los metales se incrementaron, especialmente en el tercer trimestre, debido a la intensa demanda y a las perturbaciones de oferta en algunos países exportadores. En cambio, en general, los precios de los alimentos cayeron en 2017, fundamentalmente como consecuencia de la abundante oferta mundial de soja, trigo, aceite de palma y maíz. Con todo, la evolución de estos precios se vio compensada en gran parte por el alza de los precios de los metales.

### **Apreciación del tipo de cambio efectivo del euro**

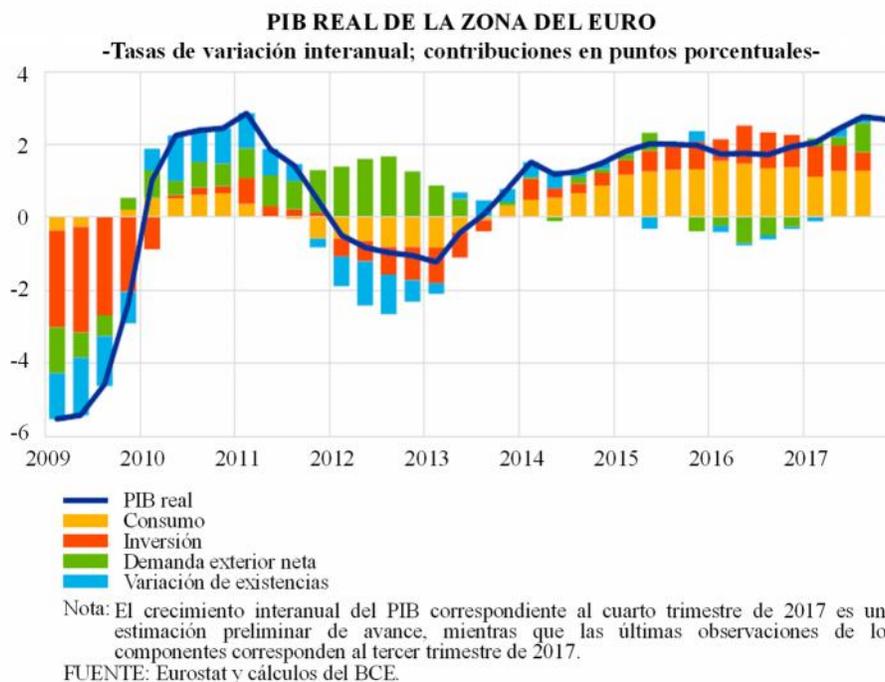
En 2017, el tipo de cambio del euro se apreció en términos efectivos nominales. Bilateralmente, el euro se apreció frente a la mayoría de las principales monedas y de manera especialmente pronunciada frente al dólar estadounidense. Asimismo, se apreció de forma significativa frente al yen japonés y, en menor medida, frente a la libra esterlina.

La corona danesa es la única moneda que actualmente participa en el mecanismo europeo de tipos de cambio II (MTC II). En 2017, la moneda danesa cotizó próxima a su paridad central en el MTC II. El eská národní banka dejó de aplicar el tipo de cambio mínimo de la corona checa frente al euro en abril de 2017 y, posteriormente, la moneda única se depreció frente a esta divisa. El Hrvatska narodna banka siguió realizando intervenciones en los mercados de divisas en el marco de su sistema de tipo de cambio de flotación controlada, al tiempo que la kuna croata permaneció prácticamente estable frente al euro. La leva búlgara mantuvo el tipo de cambio fijo frente al euro. La moneda única también permaneció básicamente estable frente al forinto húngaro y el leu rumano, mientras que se apreció frente a la corona sueca y el franco suizo, y se depreció frente al esloti polaco.



### **Evolución macroeconómica, fiscal y estructural de la zona del euro**

La expansión económica de la zona del euro cobró impulso en 2017, como consecuencia de la contribución positiva de la demanda exterior neta —respaldada por la recuperación mundial generalizada— y de la fortaleza de la demanda interna. El consumo privado se sustentó en el aumento de la riqueza de los hogares y del empleo, que también se vio favorecido por las anteriores reformas de los mercados de trabajo (véase recuadro titulado: *Políticas estructurales en el mercado de trabajo de la zona del euro*). Al mismo tiempo, el consumo público volvió a crecer, contribuyendo así de forma positiva al crecimiento económico. La inversión empresarial continuó repuntando, gracias a unas condiciones de financiamiento muy favorables y a la mejora de la rentabilidad empresarial. La inversión en construcción, después de tocar fondo claramente en 2015, siguió reactivándose. La inversión pública también creció en 2017, tras el descenso observado el año anterior.



### La economía de la zona del euro mostró mayor capacidad de resistencia en 2017

El consumo privado de la zona del euro siguió fortaleciéndose en 2017 y registró una tasa media de crecimiento anual de alrededor del 1.8%. El principal factor determinante del avance del consumo fue el incremento de las rentas del trabajo. A este respecto, el aumento del número de personas ocupadas, más que el crecimiento de los salarios fue el principal factor que contribuyó al crecimiento total de las rentas del trabajo en términos nominales. Al mismo tiempo, el crecimiento de la renta real disponible fue algo menor que en el año anterior. Las bajas tasas de interés también siguieron respaldando el consumo privado. Por último, la deuda de los hogares en relación con el PIB no aumentó y la inversión en vivienda se mantuvo en niveles bajos en comparación con el período previo a la crisis.

La fortaleza de la demanda interna y externa de la zona del euro en 2017 contribuyó a la inversión empresarial. Esta última también se vio favorecida por el incremento de los beneficios empresariales, la creciente utilización de la capacidad productiva y la

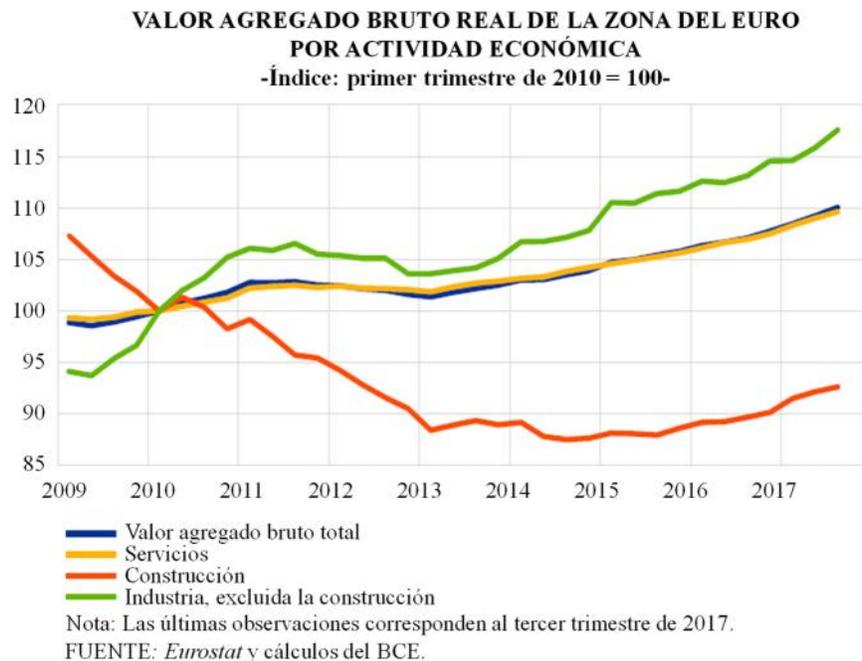
orientación muy acomodaticia de la política monetaria, que redujo los pagos netos por intereses de las empresas y relajó las condiciones de financiamiento. Al margen de la volatilidad causada por las reclasificaciones estadísticas de la inversión en intangibles realizadas en Irlanda, la recuperación fue generalizada en activos como material de transporte, otra maquinaria y bienes de equipo, y productos de propiedad intelectual. Sin embargo, algunos factores siguieron afectando a las actividades de inversión de las empresas, como la estabilización de las expectativas de crecimiento a largo plazo de la zona del euro en tasas relativamente bajas (como se muestra en las previsiones de *Consensus Economics* de seis a diez años vista), la incertidumbre geopolítica, aspectos institucionales y regulatorios desfavorables y, en algunos países de la zona del euro, los ajustes en curso de los balances de las empresas relacionados con el elevado endeudamiento.

La inversión en construcción también continuó mejorando, aunque partía de niveles reducidos, al tiempo que los mercados de la vivienda de la zona del euro se recuperaron. Esto último fue reflejo de un aumento de la demanda, que se vio favorecida por el crecimiento de la renta real y la mayor confianza de los consumidores, así como por las tasas hipotecarias y las condiciones de concesión de crédito favorables. La recuperación del mercado de la vivienda fue generalizada en todos los países de la zona del euro, aunque en la inversión en construcción persistieron diferencias sustanciales en comparación con los niveles observados antes de la crisis.

El crecimiento económico se vio respaldado por la mejora de la evolución exterior de la zona del euro en 2017, pese a algunos efectos adversos derivados del tipo de cambio efectivo del euro. Las exportaciones de bienes crecieron, principalmente las dirigidas a socios comerciales de Europa, pero también a China y a Estados Unidos de Norteamérica, mientras que el comercio de bienes con Reino Unido y con los países de la OPEP se mantuvo en niveles moderados. Al igual que en el año anterior, el crecimiento de las exportaciones estuvo determinado principalmente por el comercio

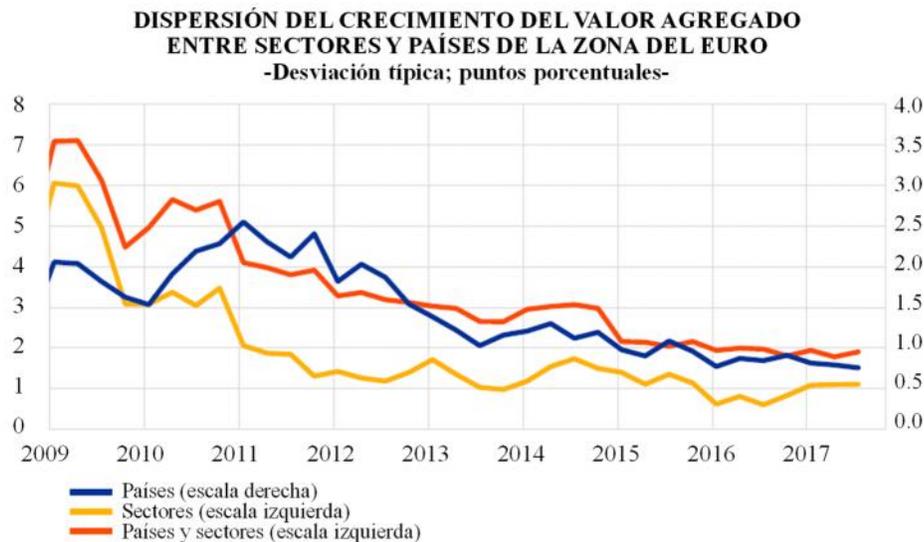
de bienes finales e intermedios. El impulso del comercio se intensificó en la zona del euro y reflejó la dinámica de crecimiento sostenido de la demanda interna.

El crecimiento del producto en 2017 fue generalizado en todos los sectores económicos. El valor agregado bruto total, que ya en 2015 superó el máximo alcanzado antes de la crisis, registró, en promedio, un incremento de aproximadamente el 2.4%. El crecimiento del valor agregado en la industria (excluida la construcción) aumentó hasta situarse en torno al 2.9% en 2017, mientras que en el sector servicios fue de alrededor del 2.2%, en tasa anual, superior también a la registrada en 2016. Al mismo tiempo, aunque el valor agregado de la construcción se mantuvo muy por debajo del nivel anterior a la crisis, cobró mayor impulso, incrementándose alrededor de un 3%, la tasa de crecimiento más elevada desde 2006. Esto confirma que el sector de la construcción se está recuperando progresivamente del prolongado período de contracción o lento crecimiento que comenzó después del inicio de la crisis financiera en 2008.



Aunque la recuperación económica comenzó en 2013 de forma gradual y moderada, con el tiempo se ha afianzado y ha llegado a toda la zona del euro. Esta evolución

positiva contrasta de forma acusada con la breve recuperación registrada en 2009- 2010, cuando el crecimiento del producto fue relativamente desigual. La generalización actual de la expansión económica se ha plasmado en una dispersión significativamente menor de las tasas de crecimiento del valor agregado en los distintos países y sectores. La política monetaria del BCE y la consiguiente relajación de las condiciones de financiamiento han desempeñado un papel crucial en esta recuperación y en la convergencia entre países.



Nota: La dispersión del crecimiento entre países se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor agregado (no se dispone de datos sobre Malta y el valor agregado correspondiente a Irlanda está excluido a partir de 2015). La dispersión del crecimiento entre sectores se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor agregado en los nueve principales sectores económicos de la zona del euro, excluida la agricultura. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017.

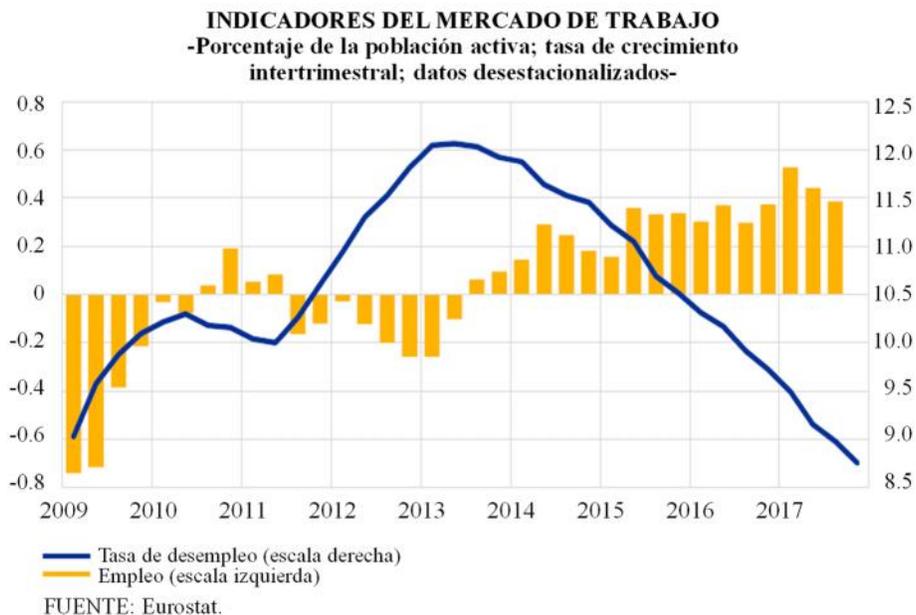
FUENTE: Eurostat y cálculos del BCE.

Desde 2009, la desviación típica ponderada del crecimiento anual del valor agregado en los 19 países de la zona del euro, así como en los nueve sectores principales de la economía de la zona (excluida la agricultura), ha seguido una tendencia a la baja. La dispersión máxima entre sectores observada en 2009 estuvo asociada al colapso del comercio mundial (que afectó a la industria) y al desplome del mercado de la vivienda (que afectó a la construcción), mientras que la dispersión máxima entre países en 2011 estuvo relacionada con la crisis de la deuda soberana. Datos recientes muestran que la dispersión combinada del crecimiento del valor agregado entre sectores y países se ha

situado en niveles bajos no observados desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria. Esto es una buena señal para el crecimiento económico en el futuro, ya que las expansiones tienden a ser más intensas y resistentes cuando el crecimiento se sustenta en una base más amplia.

### El desempleo siguió descendiendo en la zona del euro

Los mercados de trabajo de la zona del euro continuaron recuperándose en 2017. En el tercer trimestre, el número de personas ocupadas en la zona se situó un 1.7% por encima del nivel observado en el mismo trimestre de 2016, o un 5% por encima del último mínimo, en el segundo trimestre de 2013. Durante todo el período de recuperación, el empleo ha aumentado en 7.5 millones de personas, con lo que ha alcanzado un nivel superior al máximo registrado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008, y el más elevado desde la introducción del euro. El crecimiento del empleo durante la recuperación ha sido generalizado en los distintos países y sectores.



En los tres primeros trimestres de 2017, el total de horas trabajadas aumentó aproximadamente al mismo ritmo que el empleo, lo que refleja que la media de horas

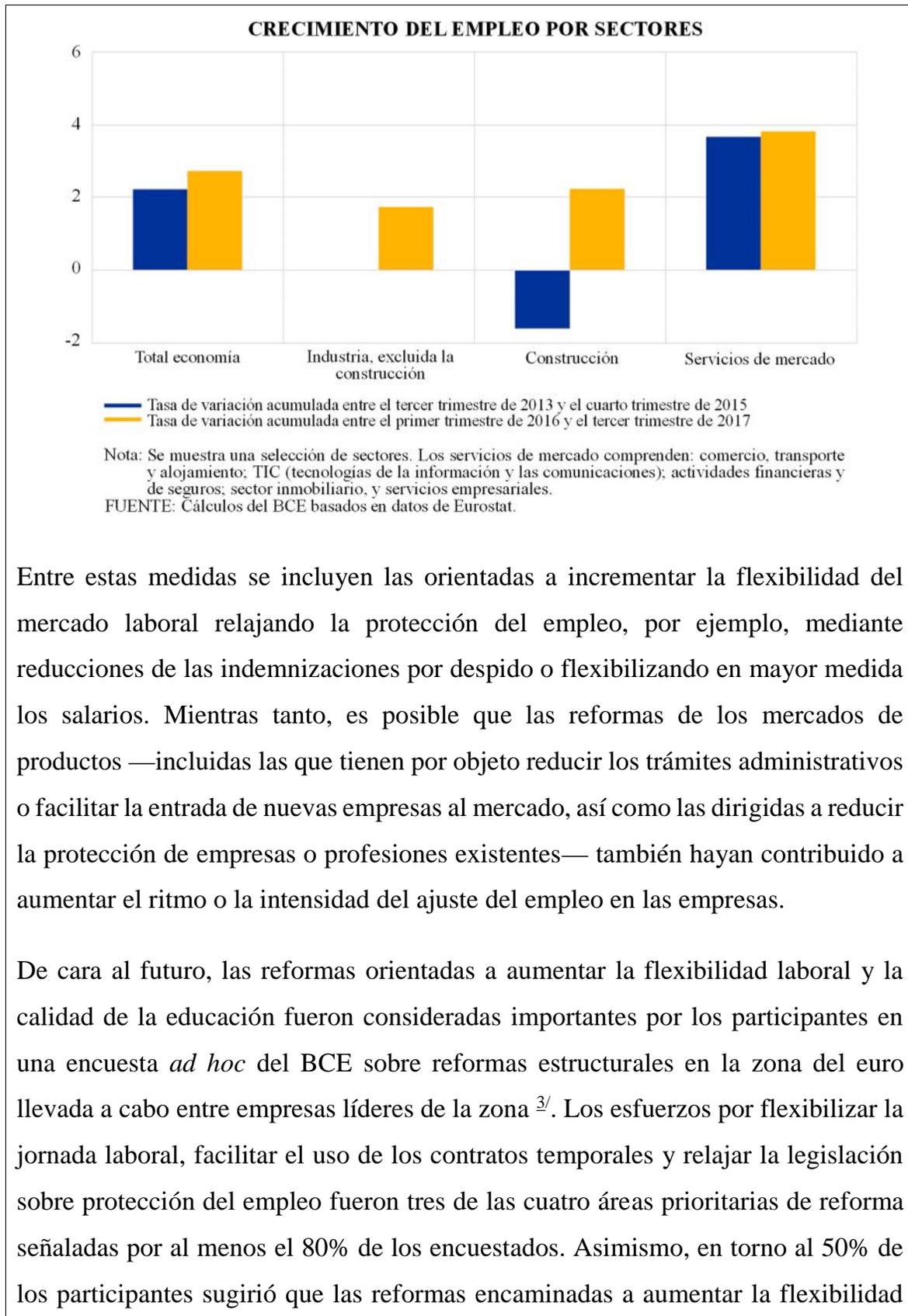
trabajadas por persona ocupada permaneció básicamente estable. El crecimiento medio anual de la productividad por persona ocupada se mantuvo bajo, en torno al 0.8% durante los tres primeros trimestres de 2017, frente a un incremento anual del 0.4% en 2016.

La tasa de desempleo continuó reduciéndose en 2017 y se situó en el 8.7% en diciembre, la tasa más baja registrada desde principios de 2009. El descenso del desempleo, que se inició en la segunda mitad de 2013, ha sido generalizado en ambos sexos y en los distintos grupos de edad, y se ha producido en un contexto de aumento de la oferta de trabajo. Sin embargo, los indicadores más amplios de la infrautilización del trabajo se mantuvieron en niveles elevados (véase también el recuadro titulado: *Políticas estructurales en el mercado de trabajo de la zona del euro*).

#### **Políticas estructurales en el mercado de trabajo de la zona del euro**

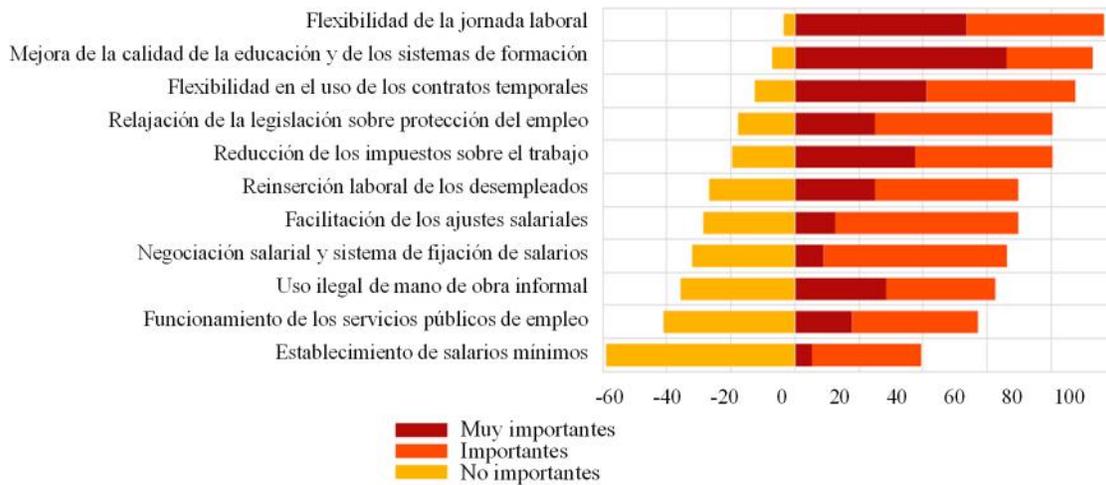
El mercado de trabajo de la zona del euro siguió mejorando durante 2017. La recuperación basada en el empleo se ha traducido en un incremento de unos 7.5 millones en el número de personas ocupadas desde mediados de 2013 y en una reducción sostenida del desempleo. Asimismo, la recuperación del mercado de trabajo se ha generalizado de forma notable, también en los distintos sectores. Sin embargo, las tasas de desempleo total y juvenil siguen siendo altas y los indicadores amplios del desempleo apuntan a una elevada infrautilización del trabajo<sup>1/</sup>.

Los mercados de trabajo de la zona del euro se han beneficiado de la generalización de la recuperación de la actividad económica. Además, existe cierta evidencia que sugiere que las medidas estructurales han contribuido a ampliar la capacidad de respuesta del empleo a la evolución del PIB durante la recuperación en algunos países de la zona<sup>2/</sup>.



laboral probablemente sean las que mayor impacto tendrían sobre los resultados empresariales, dada su relevancia para la recuperación de la competitividad y también porque permitirían a las empresas responder mejor a la creciente volatilidad de la demanda y a los cambios en sus patrones. Además, más del 90% de las empresas destacaron las reformas dirigidas a mejorar la calidad de la educación y de los sistemas de formación. Este aspecto se consideró especialmente relevante a los arraigados déficit estructurales en competencias relacionadas con la ingeniería. En los resultados de la encuesta también se indicaba la necesidad de emprender reformas en los mercados de productos y de seguir avanzando en relación con el mercado único, ya que ambos son necesarios para beneficiarse plenamente de las reformas del mercado de trabajo <sup>4/</sup>.

**NECESIDADES DE REFORMA DEL MERCADO DE TRABAJO EN LA ZONA DEL EURO SEGÚN UNA ENCUESTA AD HOC A EMPRESAS**  
 -Porcentaje de empresas participantes; respuestas clasificadas según la calificación total-



Nota: Datos basados en las respuestas de las empresas a la pregunta “¿Cómo valora las necesidades de reforma del mercado de trabajo en los países de la zona del euro en su sector?”. Los porcentajes negativos se refieren a las respuestas en las que un factor se considera “No importante”.  
 FUENTE: Encuesta sobre reformas estructurales del BCE (*ECB Structural Reforms Survey*) y cálculos del BCE.

En conjunto, los mercados de trabajo de la zona del euro siguieron mejorando durante 2017. El empleo y la oferta de trabajo se incrementaron y el desempleo disminuyó. Las mejoras fueron generalizadas en los distintos países y sectores. Aunque las reformas estructurales contribuyeron a esta evolución, son necesarios

mayores esfuerzos para aumentar la cualificación de la población activa y la flexibilidad en un entorno económico que cambia constantemente.

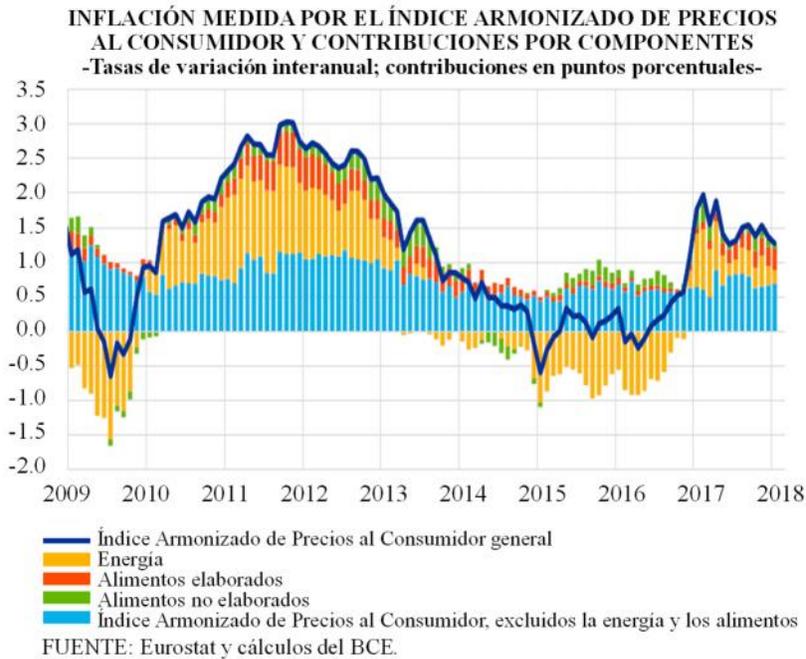
- 1/ Además de la tasa oficial de desempleo, los indicadores amplios de la infrautilización incluyen: i) las personas que no están buscando empleo actualmente, aunque estén disponibles; ii) las personas que están buscando empleo activamente, pero (aún) no están disponibles para empezar a trabajar, y iii) las personas que trabajan menos horas de las que desearían. Véase el recuadro titulado “*Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo*”, Boletín Económico, número 3, BCE, 2017.
- 2/ Véase el recuadro 3 del artículo titulado “*The employment-GDP relationship since the crisis*”, Boletín Económico, número 6, BCE, 2016.
- 3/ Véase el recuadro titulado “*Necesidades de reformas estructurales en la zona del euro: información de una encuesta a grandes empresas*”, Boletín Económico, número 6, BCE, 2017.
- 4/ Véase el recuadro titulado “*Indicadores estructurales del entorno empresarial en la zona del euro*”, Boletín Económico, número 8, BCE, 2016.

### **Los incrementos salariales y la inflación se mantuvieron contenidas**

La inflación media de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC), aumentó hasta situarse en el 1.5% en 2017, desde el 0.2% del año anterior. Este avance reflejó principalmente la mayor contribución de los precios de la energía y, en menor grado, de los precios de los alimentos. La inflación subyacente medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, registró solo un incremento marginal hasta situarse, en promedio, en el 1% en 2017, frente al 0.9% de 2016, debido a que las presiones internas de costes continuaron estando bastante contenidas.

Durante el año, el perfil de la inflación medida por el IAPC se vio también considerablemente afectado por la evolución de los precios de la energía. El aumento de los precios del petróleo en torno al cambio de año y los efectos de comparación asociados a la evolución un año antes impulsaron la inflación general hasta un máximo del 2% en febrero de 2017. Como los precios del petróleo volvieron a moderarse, gran parte del avance de la inflación había revertido a mediados del año. Los acusados aumentos de los precios de las frutas y hortalizas relacionados con las condiciones meteorológicas se tradujeron en una fuerte contribución de los precios de los alimentos no elaborados al comienzo del año, mientras que, en el segundo semestre, la principal

aportación correspondió a los precios de los alimentos elaborados. Lo anterior reflejó, en parte, la evolución observada previamente en los precios de las materias primas alimenticias y de los precios agrícolas en origen, que se transmitió lentamente a los precios al consumidor.



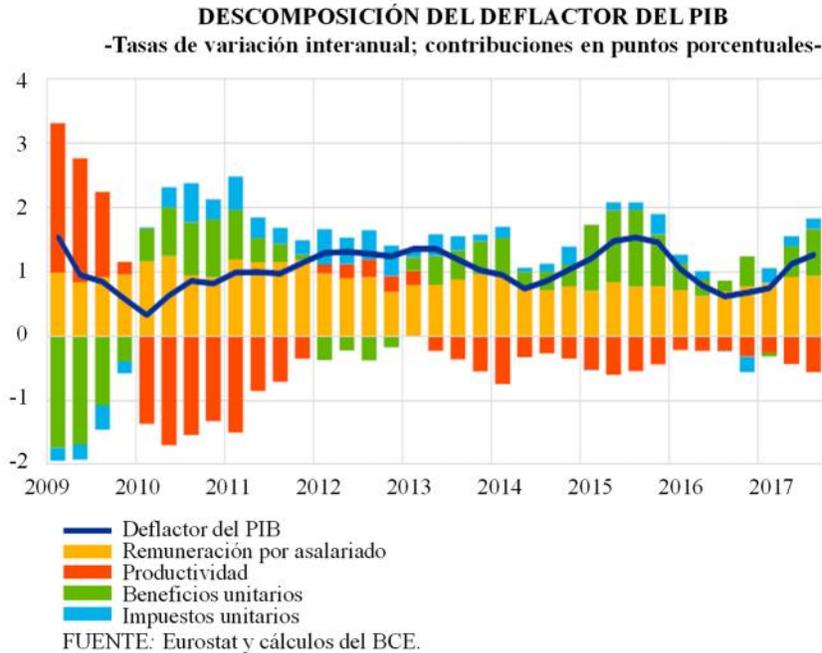
Al margen de los impactos de estos componentes que suelen ser más volátiles, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, continuó oscilando en torno a las reducidas tasas observadas en 2016, aunque, hacia mediados del año, registró un repunte moderado y temporal. Ni la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ni otros indicadores de la inflación subyacente mostraron signos más convincentes de una tendencia sostenida al alza en la segunda mitad del año (véase en el recuadro titulado: *Análisis de la dinámica de la inflación subyacente*).

La falta de señales convincentes de una tendencia alcista sostenida también se observó en las tasas de variación de los precios de los dos componentes principales de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, los bienes industriales no energéticos y los servicios. En conjunto, la tasa de variación de los

precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo relativamente estable y registró una media del 0.4% en 2017, igual que en 2016. Esto hizo que las presiones latentes fueran bastante débiles, dado que ni los anteriores aumentos de los precios del petróleo ni la depreciación previa del euro parecieron generar efectos de transmisión apreciables en los precios finales de consumo. Aunque la tasa de variación anual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio reaccionó de la forma esperada a la evolución del tipo de cambio, el impacto de estas variaciones se vio mitigado por el hecho de que la tasa de avance anual de los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio se mantuvo contenida durante el año. Es probable que las moderadas presiones que surgieron a lo largo de los procesos de fijación de los precios internos de producción y al por menor también reflejaran un efecto amortiguador de los márgenes en las distintas fases. La inflación de los precios de los servicios se situó en una tasa media del 1.4% en 2017 y, por tanto, superó a la de 2016, pero se mantuvo muy por debajo de su media de largo plazo. La interrupción del repunte que se observó en la última parte de 2017 se debió en cierta medida a factores especiales, pero los precios de los servicios parecen haber estado, en general, más influidos por las débiles presiones internas de costos.

Las presiones internas de costos, medidas por el deflactor del PIB, aumentaron en cierta medida, pero en conjunto se mantuvieron contenidas en 2017. El crecimiento anual de la remuneración por asalariado llegó a un punto de inflexión a mediados de 2016 y aumentó gradualmente hasta situarse en el 1.7% en el tercer trimestre de 2017. Entre los factores que pueden haber contenido el crecimiento salarial se incluyen el grado de holgura del mercado de trabajo, aún significativo (especialmente cuando se tiene en cuenta también la infrautilización del trabajo), el débil crecimiento de la productividad, el impacto de la baja inflación registrada anteriormente a través de los mecanismos de indexación formales e informales, y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis financiera. El mayor crecimiento de los salarios no se tradujo en un mayor incremento de los costos laborales

unitarios, dado que el crecimiento de la productividad del trabajo también aumentó. Las presiones de costos derivadas de la evolución de los beneficios (medidos en términos de excedente bruto de explotación) siguieron siendo relativamente débiles, lo que reflejó, en parte, el efecto negativo moderador del deterioro de la relación real de intercambio asociado al aumento de los precios del petróleo.



Las expectativas de inflación a más largo plazo mejoraron a lo largo de 2017 en comparación con el año anterior. Los indicadores de las expectativas de inflación dentro de cinco años de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE se mantuvieron sin cambios en el 1.8% durante varios trimestres consecutivos y aumentaron hasta situarse en el 1.9% en la encuesta correspondiente al último trimestre del año. La mayoría de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo, como la tasa swap de inflación a cinco años dentro de cinco años, también se incrementaron, y la probabilidad de deflación implícita en los mercados de opciones de inflación continuó siendo muy baja. Al mismo tiempo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado, basado en las expectativas de inflación, siguió señalando un

período prolongado de inflación reducida, y solo un retorno muy gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 por ciento.

### **Análisis de la dinámica de la inflación subyacente**

El prolongado período de baja inflación registrado recientemente pese a la recuperación económica ha suscitado dudas sobre los límites de los modelos tradicionales. Concretamente, la curva de Phillips —una de las relaciones fundamentales en macroeconomía— ha sido objeto de un análisis exhaustivo.

#### **¿Cuáles son los determinantes de la inflación en la curva de Phillips?**

En primer lugar, las expectativas de inflación “anclan” la inflación. El retroceso observado con posterioridad a 2013 en los indicadores de opinión de las expectativas de inflación generó inquietud en torno a la posibilidad de que la curva de Phillips se hubiera desplazado a la baja, lo que significaba que, por cada nivel determinado de producto, la tasa de inflación resultante era más reducida. Sin embargo, los efectos del programa de compra de activos del BCE y la mejora de las perspectivas para la actividad económica de la zona del euro han contenido esos riesgos y han contribuido al anclaje de las expectativas de inflación. A lo largo de 2017, estas preocupaciones continuaron disipándose como consecuencia de la recuperación de los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a más largo plazo.

El grado de holgura de la economía es también otro determinante clave de la inflación en la curva de Phillips. Durante el período analizado desde 2012, caracterizado por niveles bajos de inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, la capacidad ociosa ha contribuido negativamente a la inflación observada, si bien, en la actualidad, la zona del euro está en una fase de

sólida recuperación y el mercado de trabajo está mejorando de forma considerable. En consecuencia, la capacidad productiva no utilizada de la economía que se acumuló durante la doble recesión se está reabsorbiendo y su impacto negativo sobre la inflación está disminuyendo.

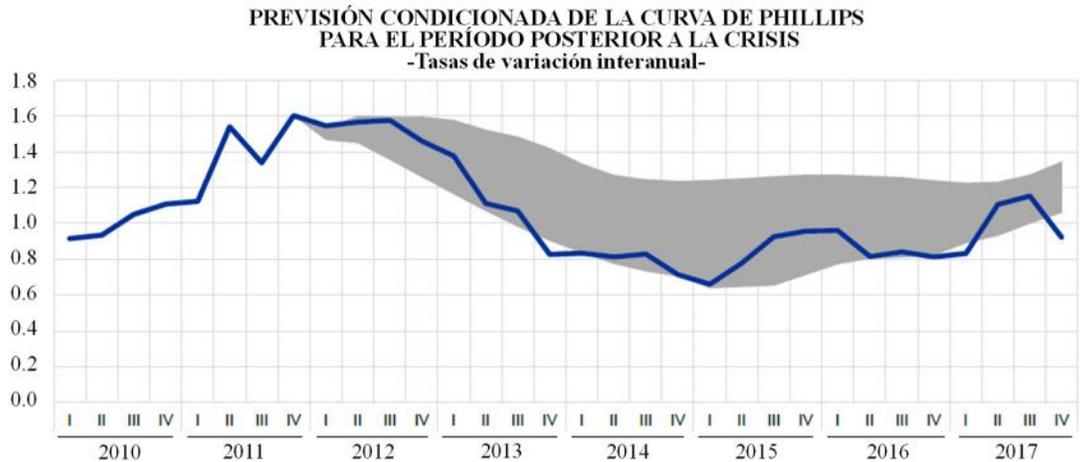
El tercer determinante relevante para la inflación son los precios de importación y, aunque su influencia es más evidente en la inflación general, en 2017 también tuvieron un impacto negativo limitado en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.<sup>1/</sup>

### **La curva de Phillips, ¿sigue siendo una herramienta de análisis válida?**

Trabajos de investigación recientes del Sistema Europeo de Bancos Centrales sugieren que sigue siendo válida <sup>2/</sup>. La gráfica siguiente muestra las previsiones fuera de la muestra de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, obtenidas de un amplio conjunto de modelos de curva de Phillips de referencia condicionados a los niveles observados de distintos indicadores de las expectativas de inflación y del grado de holgura, así como la evolución de los precios de importación. El rango de estimaciones es relativamente amplio, lo que indica la elevada incertidumbre de los modelos. Con todo, durante el período analizado, la evolución de la inflación ha sido bastante acorde con las predicciones de esta serie de modelos, lo que confirma la validez de la curva de Phillips como marco para comprender la dinámica de la inflación <sup>3/</sup>. No obstante, la inflación ha oscilado en torno a niveles más próximos al rango inferior, lo que apunta a la influencia de otros factores que no quedan recogidos en la mayoría de los modelos considerados.

La tendencia general de los diferentes modelos de curva de Phillips a sobreestimar la inflación sugiere que los modelos de referencia no reflejan el impacto de varios

factores determinantes, como un posible error de medición del grado de holgura interna o de las expectativas de inflación, un impacto más acusado de los factores de carácter global, muy superior al que reflejan los precios de importación, o un cambio en la respuesta de la inflación a la capacidad productiva sin utilizar (es decir, la pendiente de la curva de Phillips).



— Inflación interanual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor, excluidos la energía y los alimentos

Nota: El punto de partida de la previsión es el primer trimestre de 2012. La zona sombreada en gris corresponde a la previsión condicionada de la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor, excluidos la energía y los alimentos, que se obtiene de una ecuación que se regresa sobre la inflación desfasada, los precios de importación retardados, un indicador retardado del grado de holgura (una estimación de la brecha de producción basada en modelos, el crecimiento del PIB, la tasa de desempleo, una estimación de la brecha de desempleo basada en modelos y la brecha de producción estimada por la Comisión Europea, respectivamente) y un indicador de las expectativas de inflación (indicadores de *Consensus Economics* con horizontes temporales de uno a siete trimestres e indicadores de la encuesta a expertos en previsión económica con horizontes de uno, dos y cinco años, respectivamente).

FUENTE: Eurostat y cálculos del BCE.

La capacidad ociosa interna es multidimensional y no es observable. El análisis de varios indicadores del grado de holgura de la economía ayuda a protegerse del riesgo de que se produzca un error de medición, pero no lo elimina. El hecho de que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, haya oscilado en torno a niveles más próximos al rango inferior de los modelos de curva de Phillips podría sugerir que el grado de holgura de la economía ha sido mayor. De hecho, la tasa de desempleo se ha reducido, pero la proporción de subempleados (es decir, personas que trabajan a tiempo parcial y desearían trabajar más horas, y los

trabajadores desanimados) ha aumentado tras la Gran Recesión y esto no queda totalmente reflejado en la tasa de desempleo observada<sup>4/</sup>.

Además, los modelos tradicionales de curva de Phillips que solo incluyen la capacidad ociosa interna podrían obviar un impacto más amplio de la evolución mundial a través de una mayor integración económica y de la contestabilidad de los mercados de trabajo y de productos. Esta teoría es difícil de captar de forma empírica<sup>5/</sup>, ya que pocos trabajos incluyen medidas del grado de holgura económica global y de la integración de las cadenas globales de valor en los análisis basados en la curva de Phillips al estudiar la inflación de la zona del euro<sup>6/</sup>. Por último, la sobreestimación de la inflación en el modelo estándar podría reflejar la disminución de las rigideces nominales<sup>7/</sup> resultante de las recientes reformas estructurales, como las relacionadas con la menor cobertura de los convenios colectivos<sup>8/</sup>. Es posible que, en consecuencia, la pendiente de la curva de Phillips haya cambiado, pero, en la práctica, resulta estadísticamente complicado distinguir entre las variaciones de la pendiente de la curva de Phillips y un error de medición del grado de holgura.

En resumen, aunque los modelos tradicionales permiten comprender bien los determinantes de la inflación en la zona del euro, no reflejan totalmente la influencia del grado de complejidad del actual entorno económico sobre la inflación. Sin embargo, la holgura de la economía sigue siendo considerable y en la zona del euro se espera que el repunte de la actividad económica aumente gradualmente la inflación subyacente.

1/ Para conocer una descomposición basada en modelos, véase el artículo titulado *Domestic and global drivers of inflation in the euro area*, Boletín Económico, número 4, BCE, 2017.

2/ M. Ciccarelli y C. Osbat (eds.), *“Low inflation in the euro area: causes and consequences”*, *Occasional Paper Series*, n.º 181, BCE, enero de 2017.

3/ La utilidad de la curva de Phillips para entender la inflación en la zona del euro también se analiza en M. Jaroci ski y M. Lenza, *“An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area”*, *Working Paper Series*, n.º 1966, BCE, septiembre de 2016, y en E. Bobeica y M. Jaroci ski, *“Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren’t”*, *Working Paper Series*, n.º 2000, BCE, enero de 2017.

4/ Véase el recuadro titulado *Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo*, Boletín Económico, número 3, BCE, 2017, y B. Coeuré, *“Scars or scratches? Hysteresis in the euro area”*, discurso

pronunciado en el Centro Internacional de Estudios Monetarios y Bancarios, Ginebra, 19 de mayo de 2017.

5/ Es igualmente difícil precisar el impacto del comercio electrónico en la inflación; se puede argumentar que la mayor digitalización ha aumentado la competencia y ha reducido los costes de la gestión de reservas, lo que tendría un efecto a la baja sobre la inflación.<sup>6</sup>/Véase el recuadro 3 del artículo titulado “*The employment-GDP relationship since the crisis*”, Boletín Económico, número 6, BCE, 2016.

6/ Véanse el artículo titulado “*Domestic and global drivers of inflation in the euro area*”, Boletín Económico, número 4, BCE, 2017, y C. Nickel, “*The role of foreign slack in domestic inflation in the Eurozone*”, VoxEU.org, 28 de julio de 2017.

7/ Véanse M. Porqueddu y S. Fabiani, “*Changing prices... changing times: evidence for Italy*”, *Working Paper Series*, n.º 2002, BCE, enero de 2017, y M. Izquierdo, J.F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Rõõm y E. Viviano, “*Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey*”, *Occasional Paper Series*, n.º 192, BCE, junio de 2017.

8/ Véase el recuadro titulado *La rigidez a la baja de los salarios y el papel de las reformas estructurales en la zona del euro*, Boletín Económico, número 8, BCE, 2015.

### **Orientación neutral de la política fiscal y reformas estructurales que promueven el crecimiento**

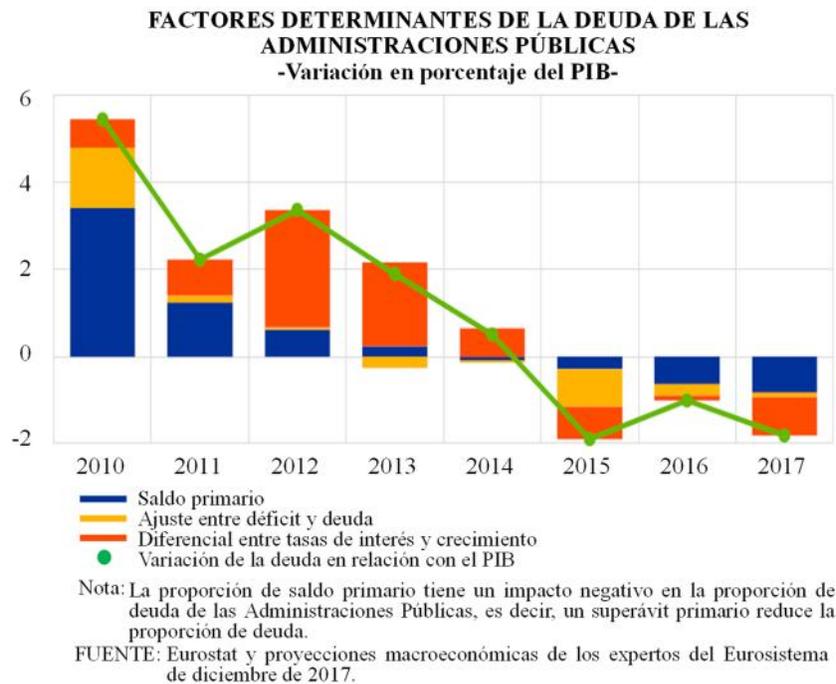
Las condiciones cíclicas propicias y los reducidos pagos por intereses se tradujeron en un nuevo descenso del déficit presupuestario nominal de las Administraciones Públicas en 2017 para el conjunto de la zona del euro. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, el déficit público descendió desde el 1.5% del PIB en 2016 hasta el 1.1% del PIB en 2017. En promedio, la contribución de las medidas de consolidación estructural fue limitada.



Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema sugieren que la orientación de la política fiscal de la zona del euro, medida por la variación del saldo primario ajustado de ciclo, fue prácticamente neutral en 2017<sup>18</sup>. Para el conjunto de la zona del euro, una orientación neutral de la política fiscal puede considerarse adecuada para equilibrar las necesidades de estabilización económica y de sostenibilidad de las finanzas públicas. Sin embargo, desde la perspectiva de los respectivos países, la composición de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro distó de ser óptima. Algunos países de la zona del euro que necesitaban endurecer la política fiscal, concretamente aquellos cuya proporción de deuda pública en relación con el PIB seguía siendo elevada, no aplicaron los ajustes fiscales estructurales necesarios para contener los riesgos para la sostenibilidad de la deuda pública. Al mismo tiempo, otros países con una posición fiscal sostenible no utilizaron el margen de maniobra fiscal disponible.

<sup>18</sup> Para obtener información sobre el concepto de la orientación de la política fiscal de la zona del euro, véase el artículo titulado “*The euro area fiscal stance*”, Boletín Económico, número 4, BCE, 2016.

Según las proyecciones de los expertos del Eurosistema, la mejora del saldo presupuestario primario, el crecimiento económico favorable y las bajas tasas de interés se condujeron a una nueva reducción de la proporción de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro en relación con el PIB, del 88.9% en 2016 al 87% en 2017. No obstante, los niveles de deuda pública siguieron siendo elevados en varios países de la zona, lo que les hizo vulnerables ante una reversión repentina de las tasas de interés o a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros.



El cumplimiento de las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) por parte de los Estados miembros continuó siendo dispar. Entre los aspectos positivos cabe señalar que el cumplimiento del criterio de déficit nominal siguió mejorando. Después de poner fin al procedimiento de déficit excesivo (PDE) de Grecia y Portugal en 2017, y con la expectativa de que Francia haya corregido su excesivo déficit presupuestario en 2017, España será el único país de la zona del euro que siga sujeto a un PDE en 2018. Sin embargo, un aspecto negativo fue que el cumplimiento de las exigencias de ajuste estructural y presupuestario del componente preventivo del PEC fue

relativamente deficiente, en general, como también se confirmó en las previsiones económicas de otoño de 2017 de la Comisión Europea.

En general, la experiencia de las crisis ha demostrado que las economías más flexibles son más resistentes a las perturbaciones y tienden a recuperarse con más rapidez y a crecer más en el largo plazo. Además, los países de la zona del euro que aplicaron reformas en sus mercados de productos y/o trabajo han obtenido buenos resultados desde entonces; aún se están materializando todos los efectos, gracias también al apoyo de las políticas financieras y macroeconómicas.

Aunque la recuperación económica ha continuado y se ha ido generalizando, se podría hacer más para superar los principales obstáculos que impiden un crecimiento más sostenido e inclusivo en la zona del euro, por ejemplo, emprender reformas estructurales que impulsen el crecimiento de la productividad del trabajo —un factor clave para mejorar el nivel de vida<sup>19</sup>— o aplicar medidas que faciliten el saneamiento de los balances y aumenten la eficacia de los procedimientos judiciales y extrajudiciales<sup>20</sup>.

Como se señala en el recuadro titulado: “*¿Qué factores impulsan la aplicación de reformas estructurales?*”, la evidencia sugiere que la orientación acomodaticia de la política monetaria no impide la aplicación de reformas, pero es menos probable que se emprendan grandes reformas en un entorno macroeconómico más favorable con menos presiones externas. Al mismo tiempo, las barreras que dificultan la aplicación de reformas, principalmente las restricciones políticas y los grupos de presión, siguen considerándose importantes<sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> Véase el artículo titulado “*The slowdown in euro area productivity in a global context*”, Boletín Económico, número 3, BCE, 2017.

<sup>20</sup> Véase el recuadro titulado “*Endeudamiento y desapalancamiento del sector privado en los países de la zona del euro*”, Boletín Económico, número 4, BCE, 2017.

<sup>21</sup> Véase el recuadro titulado “*Necesidades de reformas estructurales en la zona del euro: información de una encuesta a grandes empresas*”, Boletín Económico, número 6, BCE, 2017.

En la evaluación de las reformas aplicadas a partir de las recomendaciones específicas por país de 2017, la Comisión Europea concluyó que en muy pocos casos las recomendaciones habían sido “aplicadas plenamente” o se habían efectuado “avances importantes” en su aplicación, y en la gran mayoría se observaron “algunos avances”, “avances limitados” o “ningún avance”, lo que sugiere que hay un margen considerable para seguir progresando en la implementación de reformas.

### **¿Qué factores impulsan la aplicación de reformas estructurales?**

Con el comienzo de la crisis, la aplicación de reformas estructurales cobró impulso, especialmente en los países más vulnerables de la zona del euro, pero en los últimos años este impulso se ha frenado y ha surgido la pregunta “¿Qué factores impulsan la aplicación de reformas?”. Para arrojar luz sobre esta cuestión, en este recuadro se examina la literatura sobre los factores que podrían promover u obstaculizar la aplicación de reformas.

Las estructuras económicas iniciales de un país pueden influir de forma significativa en la necesidad de emprender reformas. Un país que no siga buenas prácticas en las áreas de política correspondientes necesitará realizar mayores esfuerzos de reforma para mejorar el funcionamiento de sus instituciones que otro que observa en mayor medida esas buenas prácticas, algo que, de hecho, se constata a menudo en la literatura<sup>1/</sup>.

Además, la situación económica parece afectar a la probabilidad de que se actúe aplicando políticas estructurales ambiciosas. En la literatura, esto se ha relacionado con el hecho de que los costos del *statu quo* son más visibles y la resistencia al cambio por parte de los grupos de presión se reduce cuando se producen grandes

pérdidas de bienestar económico durante recesiones profundas<sup>2/</sup> y en períodos con niveles elevados de desempleo<sup>3/</sup>.

El panorama político también puede influir <sup>4/</sup>. En particular, el momento del ciclo electoral puede ser importante: la proximidad de unas elecciones podría llevar a acometer menos reformas (en especial, las que probablemente conlleven costos significativos a corto plazo). En cambio, los nuevos Gobiernos electos parecen más proclives a aplicar reformas cuando falta mucho tiempo para las próximas elecciones<sup>5/</sup>. Del mismo modo, es más fácil emprender reformas si un partido cuenta con la mayoría necesaria en todas las cámaras<sup>6/</sup>. En relación con lo anterior, en ocasiones, el apoyo político a las reformas escasea porque las consecuencias distributivas asociadas a su impacto (es decir, quienes ganan y quiénes pierden en una reforma) no siempre están claras con anterioridad. En tales circunstancias se suele defender el *statu quo*<sup>7/</sup>. Asimismo, la falta de transparencia en relación con los pasivos (contingentes) del sector público puede debilitar el impulso reformista. Según varios análisis, las cuentas públicas y la información presupuestaria con frecuencia están incompletas, y la situación subyacente de las finanzas públicas y los riesgos relacionados siguen sin comprenderse correctamente, también en las economías avanzadas<sup>8/</sup>.

Hasta el momento, la literatura no ha establecido una relación clara entre la consolidación presupuestaria y las reformas estructurales. Por un lado, un Gobierno consciente de la necesidad de realizar reformas podría aprovechar las épocas en las que consigue mejorar su saldo presupuestario estructural para emprender también reformas en otras áreas<sup>9/</sup>. Por otro, es posible que el capital político solo sea suficiente para actuar en una de las dos áreas, reduciendo así la probabilidad de que se apliquen reformas estructurales en épocas de consolidación presupuestaria<sup>10/</sup>.

No hay muchos estudios que analicen el efecto de las tasas de interés sobre la aplicación de reformas. Dias Da Silva y al. llegan a la conclusión de que, en lo que respecta a determinadas áreas y especificaciones de las reformas, las tasas de interés a corto plazo más bajas pueden asociarse a una mayor probabilidad de que se apliquen reformas. En otras especificaciones no existe una relación importante. Una relación negativa significativa podría interpretarse como un efecto positivo anticipado de las tasas de interés más bajas en el saldo de las Administraciones Públicas (a través de un ligero descenso de los costos de financiamiento del sector público) o en el crecimiento y el empleo, proporcionando, a su vez, más margen de maniobra a los responsables de la política fiscal para compensar a la parte de la población afectada por las reformas<sup>11/</sup>.

Las reformas de los mercados de productos suelen allanar el camino para las de los mercados de trabajo<sup>12/</sup>, lo que está en consonancia con el argumento de que las reformas de los mercados de productos mejoran las condiciones para lograr una relajación de las leyes en materia de protección del empleo, dado que impulsan las oportunidades de trabajo al facilitar la entrada de nuevas empresas<sup>13/</sup>. Al mismo tiempo, las citadas reformas reducen las rentas y, en consecuencia, probablemente también la resistencia a emprender reformas del mercado laboral<sup>14/</sup>.

Además de los determinantes internos, las presiones externas también impulsan las reformas estructurales. Los programas de asistencia financiera o las directivas europeas relacionadas con el mercado único han presionado a los Gobiernos nacionales para emprender reformas en los mercados de productos<sup>15/</sup>. Las reformas también han sido más intensas en los cinco años previos a la adhesión a la Unión Europea (UE) (lo que quizás también esté asociado al incentivo de cumplir los criterios de adhesión), mientras que en los años posteriores a la incorporación ha sucedido lo contrario<sup>16/</sup>.

En conclusión, estos resultados sugieren que, en particular, las condiciones iniciales de debilidad, un entorno macroeconómico adverso y las presiones externas conducen a un mayor impulso reformista. Asimismo, en general, un entorno político propicio (por ejemplo, cuando el partido que gobierna tiene mayoría en todas las cámaras parlamentarias y queda mucho tiempo hasta que se celebren elecciones importantes) parece facilitar la aplicación de políticas estructurales. Además, una orientación acomodaticia de la política monetaria se asocia en algunos estudios a la aplicación de más reformas, pero esta relación no siempre es estrecha. En cuanto a la política fiscal, la dirección del impacto sobre la aplicación de las reformas parece depender del área de política analizada.

- 1/ Véase, por ejemplo, A. Bonfiglioli y G. Gancia, “*Economic Uncertainty and Economic Reforms*”, mimeo, 2016, y A. Dias Da Silva, A. Givone y D. Sondermann, “*When do countries implement structural reforms?*”, *Working Paper Series*, n.º 2078, BCE, junio de 2017.
- 2/ Véase Bonfiglioli y Gancia, op. cit., Dias Da Silva et al. (op. cit.), A. Drazen y W. Easterly, “*Do Crises Induce Reform? Simple Empirical Tests of Conventional Wisdom*”, *Economics and Politics*, vol. 13, n.º 2, 2001, pp. 129-157, y L. Agnello, V. Castro, J.T. Jalles y R.M. Sousa, “*What determines the likelihood of structural reforms?*”, *European Journal of Political Economy*, vol. 37, número C, 2015, pp. 129-145.
- 3/ Véase Dias Da Silva et al. (op. cit.) y R. Duval y J. Elmeskov, “*The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets*”, *Working Paper Series*, n.º 596, BCE, marzo de 2006.
- 4/ Véase N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert y G. Vitale, “*Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literatura*”, *Occasional Paper Series*, n.º 66, BCE, julio de 2007.
- 5/ Véase A. Alesina, R. Perotti y J. Tavares, “*The Political Economy of Fiscal Adjustments*”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 29(1), 1998, pp. 197-266, y R. Duval, “*Is there a role for macroeconomic policy in fostering structural reforms? Panel evidence from OECD countries over the past two decades*”, *European Journal of Political Economy*, vol. 24, n.º 2, 2008, pp. 491-502.
- 6/ Véase Dias Da Silva et al. (op. cit.).
- 7/ Véase R. Fernández y D. Rodrik, “*Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty*”, *American Economic Review*, vol. 81, n.º 5, 1991, pp. 1146-1155. Un ejemplo sería el caso de empleados que se oponen a una privatización porque no saben si sus respectivas cualificaciones serán necesarias después de la reforma (véase, por ejemplo, J. De Haan, S. Lundström y J.E. Sturm, “*Market-oriented institutions and policies and economic growth: A critical survey*”, *Journal of Economic Surveys*, vol. 20, n.º 2, 2006, pp. 157-191).
- 8/ Véase C. Wyplosz, “*Large and Unknown Implicit Liabilities: Policy Implications for the Eurozone*”, *Graduate Institute of International Economics and Centre for Economic Policy Research*, 2004.
- 9/ Dias Da Silva et al. (op. cit.) han llegado a esta conclusión para algunas áreas.
- 10/ Véase Duval y Elmeskov, op. cit.
- 11/ Véase R.J. Gordon, “*Macroeconomic Policy in the Presence of Structural Maladjustment*”, *NBER Working Paper* n.º 5739, *National Bureau of Economic Research*, 1996.
- 12/ Véase Dias Da Silva et al. (op. cit.).
- 13/ Véanse J. Høj, V. Galasso, G. Nicoletti y T.-T. Dang, “*The Political Economy of Structural Reform: Empirical Evidence from OECD Countries*”, *OECD Economics Department Working Paper* n.º 501, *OECD publishing, Paris*, 2006, y O. Blanchard y F. Giavazzi, “*Macroeconomic Effects of Regulations and Deregulation in Goods and Labour Markets*”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n.º 3, 2003, pp. 879-907.

<sup>14/</sup> Véase G. Saint-Paul, *The Political Economy of Labour Market Institutions*, Oxford University Press, Oxford, 2000.

<sup>15/</sup> Esta conclusión es similar a las ideas presentadas en W. Tompson y R. Price, “*The Political Economy of Reform: Lessons from Pensions, Product Markets and Labour Markets in Ten OECD Countries*”, OECD publishing, París, 2009, y en Bonfiglioli y Gancia, op. cit.

<sup>16/</sup> Véase Dias Da Silva et al. (op. cit.).

## **Evolución financiera y monetaria**

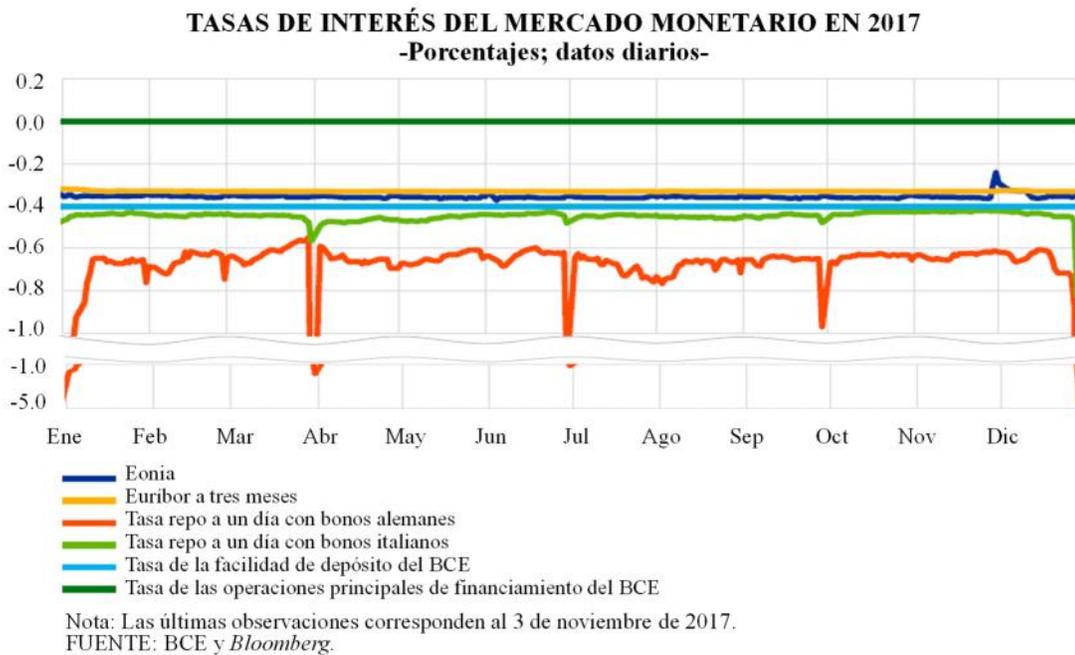
En 2017, los mercados financieros de la zona del euro se vieron impulsados principalmente por las perspectivas macroeconómicas positivas, así como por la política monetaria acomodaticia que siguió aplicando el BCE. Como resultado, las tasas de interés del mercado monetario y los rendimientos de los bonos a largo plazo se mantuvieron en niveles muy bajos. Asimismo, las cotizaciones del sector bancario y de las sociedades no financieras (SNF) aumentaron notablemente a medida que la mejora de las perspectivas macroeconómicas se tradujo en mayores expectativas de beneficios y más apetito de riesgo. El crecimiento monetario fue robusto, mientras que el del crédito continuó recuperándose gradualmente.

### **Las tasas de interés del mercado monetario de la zona del euro se estabilizaron en niveles muy bajos**

En un contexto en el que el BCE mantuvo sin variación las tasas de interés oficiales y siguió aplicando una política monetaria acomodaticia durante 2017, las tasas de interés del mercado monetario permanecieron en niveles excepcionalmente reducidos.

El índice medio de la tasa de interés del euro a un día (eonia) permaneció estable y registró una media de alrededor de -36 puntos básicos, mientras que la tasa de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (euríbor) a tres meses disminuyó ligeramente y se estabilizó en torno a -33 puntos básicos. Esta evolución estuvo en consonancia con la tendencia al alza observada en el exceso de liquidez del sector bancario de la zona del euro resultante de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. El exceso de liquidez aumentó en 600 mil millones de euros

durante el año y alcanzó niveles de aproximadamente 1 billón 800 mil millones de euros a finales de 2017 (véase también la sección: *Evolución del balance del Eurosistema*). En el mercado monetario con garantías, las tasas *repo* correspondientes a los activos de garantía emitidos por emisores soberanos de la zona del euro siguieron en niveles diferentes, ya que algunas tasas *repo* se situaron próximos a la tasa de interés de la facilidad de depósito del BCE y otros muy por debajo, reflejando las distintas condiciones de mercado en cada segmento. Por ejemplo, la fuerte demanda de activos de garantía de alta calidad se tradujo en variaciones significativas de las tasas al final de cada trimestre.



**Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro se mantuvieron prácticamente estables y los precios de las acciones aumentaron de forma significativa**

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro permanecieron prácticamente estables en 2017, aunque, en promedio, se situaron en niveles más elevados que en 2016, reflejando el impacto neto del fortalecimiento gradual de las perspectivas macroeconómicas a escala nacional y mundial, la correspondiente desaparición del



beneficios. Sin embargo, tanto en Estados Unidos de Norteamérica como en la zona del euro, la prima de riesgo de las acciones<sup>22</sup>, que mide el exceso de rentabilidad que exigen los inversionistas para invertir en valores de renta variable en vez de en valores de renta fija a largo plazo, se mantuvo en niveles significativamente superiores a los registrados antes de que comenzase la crisis financiera en 2008.

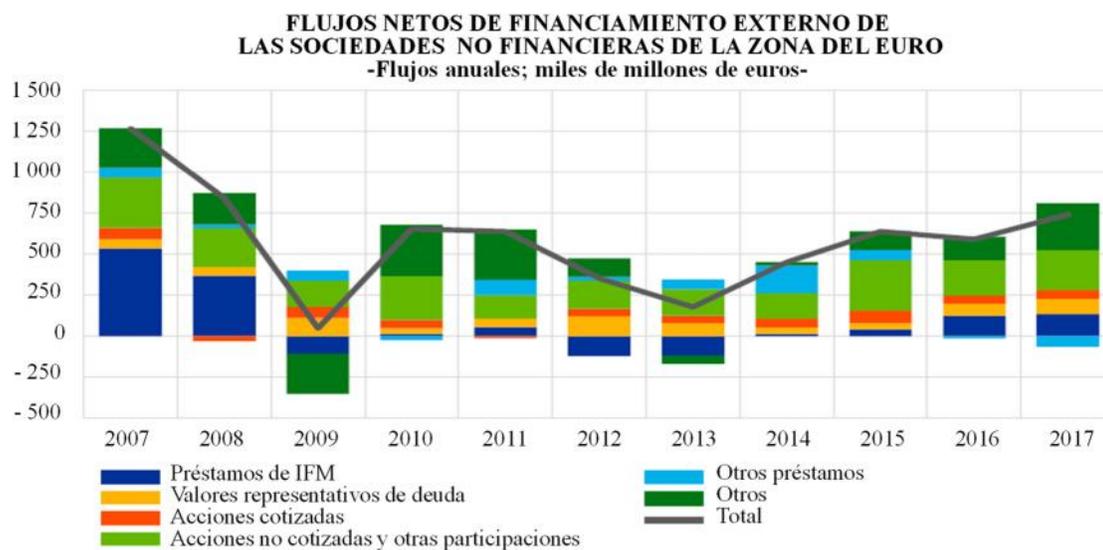


### Los flujos de financiamiento externo de las sociedades no financieras y de los hogares aumentaron

En general, las condiciones de financiamiento siguieron favoreciendo la inversión empresarial. En 2017, los flujos de financiamiento externo de las sociedades no financieras aumentaron y superaron el nivel medio registrado en 2016. Desde una perspectiva de largo plazo, la recuperación de los flujos de financiamiento externo de las SNF desde los mínimos observados en el cuarto trimestre de 2013 ha estado

<sup>22</sup> Para más detalles sobre la metodología utilizada para calcular la prima de riesgo de las acciones, véase el recuadro titulado “Los determinantes recientes de los precios de las acciones en la zona del euro”, Boletín Económico, número 5, BCE, 2017.

respaldada por: i) unos costos de financiamiento favorables, incluida una relajación de las condiciones de concesión de los préstamos bancarios; ii) la expansión en curso de la actividad económica, y iii) un número elevado de fusiones y adquisiciones. Además, la política monetaria acomodaticia del BCE también ha contribuido a crear condiciones favorables para que las SNF accedan al financiamiento de mercado. En particular, el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) introducido en junio de 2016 respaldó la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras (véase sección: *La transmisión efectiva de las medidas de política monetaria del BCE*).



Nota: "Otros préstamos" incluye préstamos de entidades distintas de IFM (otras instituciones financieras, empresas de seguros y fondos de pensiones) y del resto del mundo. Los préstamos de las IFM y de entidades distintas de IFM están corregidos por titulizaciones y otras transferencias. "Otros" se refiere a la diferencia entre el total y los instrumentos incluidos en el gráfico. Incluye préstamos entre empresas relacionadas y crédito comercial. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017.

FUENTE: Eurostat y BCE.

La importancia de las fuentes de financiamiento no bancario ha aumentado de forma significativa desde el inicio de la crisis<sup>23</sup>. Aunque el flujo neto de préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) tendió a contraerse y se situó en niveles negativos algunos años durante la crisis y posteriormente, el flujo de financiamiento de

<sup>23</sup> Para más detalles, véase el artículo titulado "The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation", Boletín Económico, número 4, BCE, 2016.

otras fuentes (por ejemplo, la emisión de acciones cotizadas y no cotizadas y de valores representativos de deuda) siguió siendo positivo. El creciente peso del financiamiento no bancario en el financiamiento total de las SNF de la zona del euro refleja factores tanto cíclicos como estructurales (véase recuadro titulado: *La dimensión estructural del financiamiento de las sociedades no financieras y los hogares de la zona del euro*). Con todo, el flujo neto de los préstamos concedidos por las IFM a las SNF ha vuelto a ser positivo desde 2014.

En términos de saldos, los préstamos siguieron siendo el instrumento más importante de financiamiento proporcionada por el sector financiero de la zona del euro en su conjunto y representaron aproximadamente el 56% del total de créditos otorgados a las SNF en el tercer trimestre de 2017. Las acciones cotizadas en poder del sector financiero supusieron alrededor del 29% del total de acciones cotizadas emitidas por las SNF, un porcentaje algo más elevado que en 2013. Los valores representativos de deuda en manos del sector financiero (excluido el Eurosistema) constituían en torno al 68% del total de valores representativos de deuda emitidos por las SNF en el tercer trimestre de 2017, también ligeramente por encima del nivel de 2013. Las IFM continuaron siendo los proveedores más importantes de financiamiento mediante préstamos para las SNF, concentrando aproximadamente el 73% de los otorgados a estas sociedades por el sector financiero en el tercer trimestre de 2017, aunque este porcentaje fue levemente inferior al de 2013<sup>24</sup>.

La tasa de crecimiento anual del total de préstamos concedidos a los hogares también se fortaleció en 2017 y estuvo impulsada, en particular, por los préstamos bancarios. Por lo que respecta a los distintos componentes de estos préstamos, el crédito para adquisición de vivienda siguió siendo, con diferencia, el que más contribuyó al crecimiento total de los préstamos a hogares. Al mismo tiempo, el crecimiento del

---

<sup>24</sup> Para más detalles, véase la sección 1.2 del *Report on financial structures*, BCE, octubre de 2017.

crédito al consumo cobró impulso, mientras que el crédito para otros fines experimentó una contracción.

Además, en los tres primeros trimestres de 2017, la riqueza neta de los hogares creció a un ritmo vigoroso. En particular, el alza sostenida de los precios de la vivienda se tradujo en significativas ganancias por valoración en los activos inmobiliarios de los hogares (véase recuadro titulado: *Evolución de los mercados inmobiliarios residenciales y comerciales de la zona del euro*). El aumento de los precios de las acciones en 2017 también incrementó el valor de los activos financieros de este sector, con una sustancial contribución positiva al crecimiento de la riqueza neta. La deuda bruta de los hogares —medida en porcentaje de la renta disponible bruta nominal de este sector— siguió reduciéndose en 2017, pero se mantuvo muy por encima de su media anterior a la crisis.

### **El crecimiento monetario se mantuvo prácticamente estable**

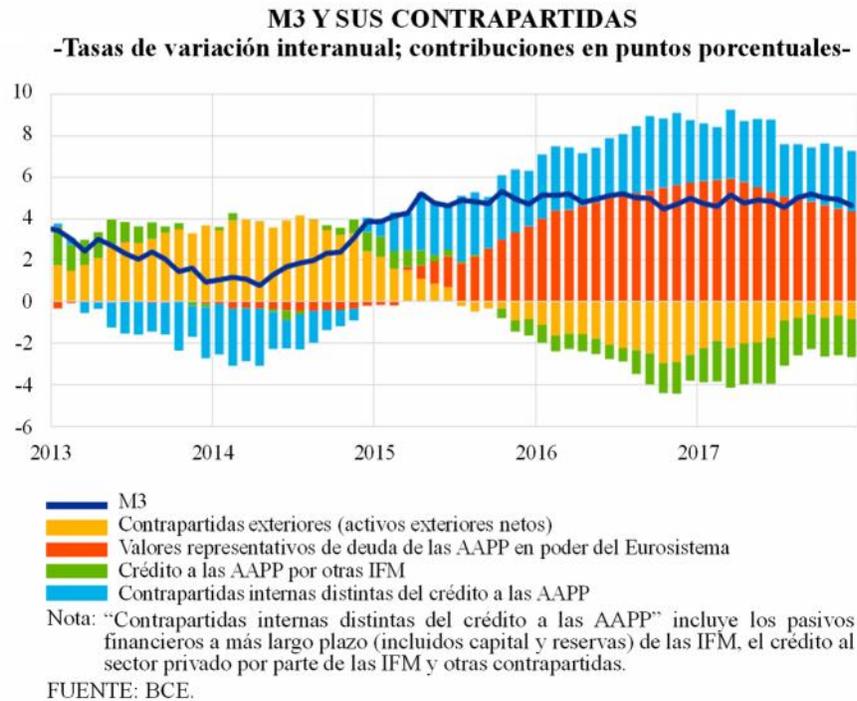
En 2017, el crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo vigoroso, y en diciembre se situó en el 4.6%, frente al 5% de finales de 2016. El avance registrado en 2017 en este agregado fue acorde con el ritmo sostenido de expansión monetaria observado desde mediados de 2015. El crecimiento de M3 siguió impulsado por los componentes más líquidos, dado el bajo coste de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno caracterizado por las tasas de interés muy reducidos y un perfil plano de la curva de rendimientos. La actual expansión de la actividad económica y las medidas no convencionales del BCE, especialmente su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), fueron otros importantes factores que determinaron la evolución monetaria de la zona del euro. El avance de M1, que se vio favorecido por el elevado crecimiento de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras, se mantuvo prácticamente sin cambios en el 8.6% en diciembre de 2017, frente al 8.8% de diciembre de 2016.



### **Las contrapartidas internas volvieron a ser el principal factor impulsor del avance del agregado monetario amplio**

Las adquisiciones de deuda pública por parte del Eurosistema (véanse las barras rojas de la gráfica siguiente), realizadas principalmente en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) contribuyeron positivamente al crecimiento de M3. En abril de 2017, el promedio de las compras mensuales efectuadas en el marco del APP se redujo en 20 mil millones de euros, lo que se tradujo en una disminución del impacto de estas compras sobre el crecimiento de M3. Asimismo, las contrapartidas internas distintas del crédito a las Administraciones Públicas (AAPP) tuvieron un efecto positivo en el avance de M3 en 2017 (véanse las barras azules la gráfica siguiente). Dos factores contribuyeron a esta evolución. En primer lugar, la actual recuperación del crédito al sector privado (véase la gráfica anterior) influyó positivamente en el crecimiento de M3. En esta partida se incluyen los préstamos otorgados por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas las IFM de la zona del euro. Estas tenencias también comprenden las adquisiciones de valores representativos de

deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del CSPP. En segundo lugar, la reducción continuada de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM, que se incluyen en las contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP, favoreció el crecimiento de M3. La tasa de variación anual de estos pasivos lleva siendo negativa desde el segundo trimestre de 2012 como consecuencia, en parte, del impacto de las operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico del BCE, que posiblemente hayan sustituido al financiamiento de mercado a más largo plazo.



Esta evolución también tuvo su origen en el perfil relativamente plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria del BCE, que hizo que a los inversores les resultase menos favorable mantener depósitos a largo plazo y bonos bancarios. En cambio, las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, contribuyeron a la tasa de variación anual negativa del crédito concedido a las Administraciones Públicas por estas instituciones, excluido el Eurosistema, frenando, por tanto, la expansión de M3 (véanse las barras verdes la

gráfica siguiente). Además, los activos exteriores netos de las IFM siguieron afectando el crecimiento anual de M3 (véanse las barras amarillas de la gráfica).

### **La dimensión estructural del financiamiento de las sociedades no financieras y los hogares de la zona del euro**

La estructura de financiamiento del sector privado no financiero desempeña un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria a la economía real, así como en la capacidad de resistencia de esta última a perturbaciones. A diferencia de Estados Unidos de Norteamérica, donde predomina el financiamiento de mercado, el sector privado no financiero de la zona del euro ha recurrido principalmente a los bancos para financiar sus gastos.

El porcentaje de préstamos bancarios (o de los concedidos por instituciones financieras monetarias, IFM) en el total de financiamiento externo de las sociedades no financieras (SNF) ha disminuido de forma significativa en la zona del euro desde 2007. En términos de saldos, el crédito bancario representó el 12.4% del financiamiento externo de las SNF en el tercer trimestre de 2017 (véase el cuadro siguiente), un descenso de 4.1 puntos porcentuales con respecto a 2007<sup>1/</sup>.

Asimismo, el porcentaje de préstamos bancarios en el total del financiamiento mediante deuda de este sector se situó en el 27.7% en el tercer trimestre de 2017, 9.2 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en 2007<sup>2/</sup>. El peso de los préstamos bancarios en el financiamiento externo y mediante deuda de las SNF, y su disminución en este peso, son considerablemente mayores si se excluye el financiamiento interempresarial. Con arreglo a esta métrica, el porcentaje de préstamos bancarios fue del 44.9% del financiamiento mediante deuda de las SNF en 2017, frente al 59.5% de 2007. El retroceso del financiamiento bancario de las SNF entre 2007 y 2017 se debió fundamentalmente a la evolución de la estructura del financiamiento de las grandes empresas. En cambio, las pequeñas y medianas empresas, que son la columna vertebral de la economía de la zona del euro,

continúan financiándose principalmente a través del crédito bancario. Los valores representativos de deuda emitidos por las SNF, los préstamos de entidades distintas de IFM y los del resto del mundo representaron, conjuntamente, el 13% del financiamiento externo y el 29.2% del financiamiento mediante deuda de este sector en el tercer trimestre de 2017. En comparación con 2007, este peso ha aumentado 4 y 9.1 puntos porcentuales, respectivamente. Los préstamos de entidades distintas de IFM y del resto del mundo incluyen, entre otros, los concedidos por entidades de propósito especial (SPE, por sus siglas en inglés) para financiar a su sociedad matriz mediante la emisión de valores representativos de deuda por parte de estas filiales.<sup>3/</sup> Las emisiones de acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones por parte de las SNF, a su vez, supusieron el 55.4% del financiamiento externo de las SNF en el tercer trimestre de 2017. El peso conjunto de estas emisiones se ha mantenido prácticamente sin cambios desde 2007, ya que el efecto a la baja derivado de la disminución de los precios de las acciones se ha visto compensado con emisiones netas de acciones y con un aumento de los beneficios no distribuidos durante la crisis<sup>4/</sup>.

Los porcentajes de préstamos bancarios y de los otorgados por otras instituciones financieras (OIF) en el crédito total concedido a los hogares de la zona del euro apenas han variado en los últimos diez años. En términos de saldos, los préstamos bancarios y los concedidos por OIF supusieron el 86.4 y el 7.9%, respectivamente, del crédito total a los hogares en el tercer trimestre de 2017. La mayor parte de los préstamos bancarios concedidos a este sector (el 75.3% del total) se destinan a la adquisición de vivienda.

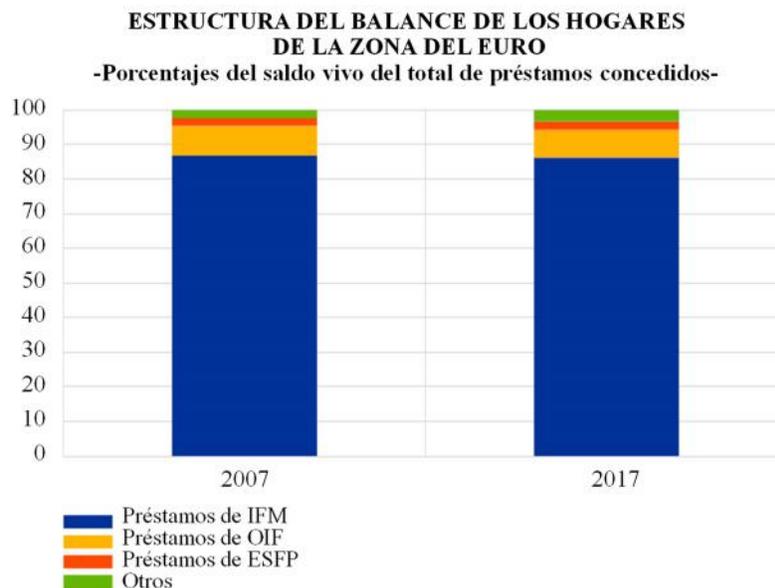
**ESTRUCTURA DEL BALANCE DE LAS SOCIEDADES  
NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO  
-Porcentajes del saldo vivo de los pasivos totales-**

	2007		2017		Variación entre 2007 y 2017	
	Total	Excluido el financiamiento interempresarial	Total	Excluido el financiamiento interempresarial	Total	Excluido el financiamiento interempresarial
Préstamos de IFM	16.5	19.9	12.4	14.9	-4.1	-5.0
Valores representativos de deuda emitidos	2.5	3.0	4.1	5.0	1.6	1.9
Acciones cotizadas emitidas	19.7	23.7	17.9	21.6	-1.8	-2.1
Préstamos de entidades distintas de IFM	2.5	3.1	4.6	5.5	2.0	2.4
Préstamos del resto del mundo	3.9	4.7	4.4	5.2	0.4	0.5
Acciones no cotizadas y otras participaciones emitidas	35.6	42.8	37.5	45.2	1.9	2.4
Financiamiento interempresarial	16.9	--	17.0	--	0.1	--
Otros	2.3	2.7	2.2	2.6	-0.1	-0.1
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Pro-memoria: porcentajes de la financiación total mediante deuda</b>						
Préstamos de IFM	37.0	59.5	27.7	44.9	-9.2	-14.6
Valores representativos de deuda emitidos	5.6	9.1	9.3	15.0	3.6	5.9
Préstamos de entidades distintas de IFM	5.7	9.2	10.2	16.5	4.5	7.4
Préstamos del resto del mundo	8.8	14.1	9.8	15.8	1.0	1.7
Financiamiento interempresarial	37.8	--	38.2	--	0.4	--
Otros	5.1	8.2	4.8	7.8	-0.3	-0.4
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017. Los pasivos totales de las SNF en otras cuentas pendientes de pago sólo incluyen el crédito comercial. En las cuentas nacionales, los pasivos totales incluyen acciones y participaciones a valor de mercado. "Préstamos de entidades distintas de IFM" incluye los otorgados a SNF por otras instituciones financieras (OIF) y empresas de seguros y fondos de pensiones (ESFP). "Financiamiento interempresarial" incluye los préstamos entre empresas relacionadas y el crédito comercial. "Otros" se refiere a la diferencia entre el total y los instrumentos incluidos en el cuadro. "Financiamiento total mediante deuda" se define como la financiación total, excluidas acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones emitidas.

FUENTE: BCE y cálculos del BCE.

El resto corresponde al crédito al consumo (es decir, préstamos destinados al consumo personal de bienes y servicios), y a la categoría residual de “Otros préstamos a hogares” (por ejemplo: préstamos a empresas familiares, préstamos con fines educativos), que representan el 11.7 y el 13%, respectivamente, del crédito bancario total otorgado a este sector. Reflejando su composición por finalidad, la gran mayoría de los préstamos bancarios concedidos a los hogares de la zona del euro tienen plazos de vencimiento más largos. Otras fuentes de financiamiento son los préstamos de las OIF y las empresas de seguros y fondos de pensiones. Entre las OIF se incluyen, por ejemplo, entidades no bancarias especializadas en crédito al consumo y sociedades instrumentales dedicadas a la titulización de préstamos hipotecarios y para consumo originados por entidades de crédito, mientras que las empresas de seguros y fondos de pensiones conceden préstamos para adquisición de vivienda. No obstante, en términos cuantitativos, el papel que desempeñan estas entidades en la concesión de financiamiento a los hogares solo es significativo en un reducido número de países de la zona del euro.

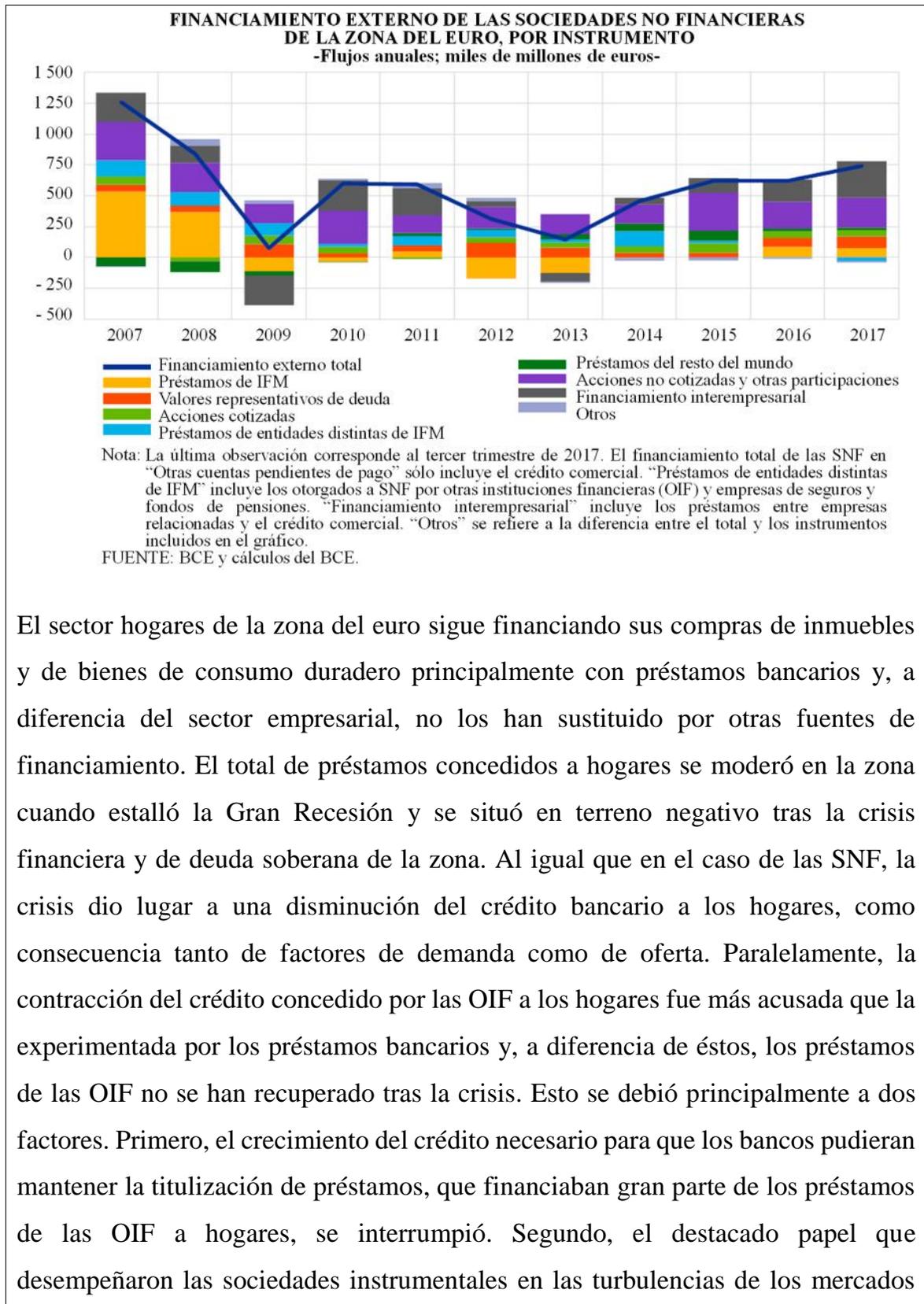


Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017.  
 “Otros” se refiere a la diferencia entre el total y los sectores acreedores incluidos en la gráfica.

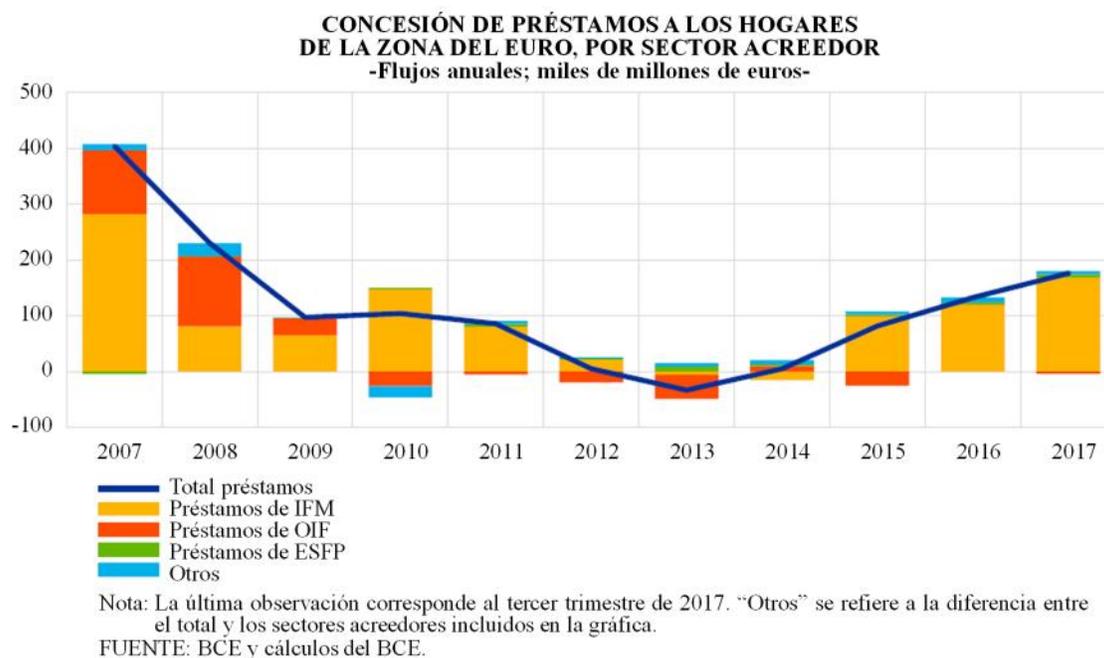
FUENTE: BCE y cálculos del BCE.

El creciente peso del financiamiento no bancario en el financiamiento externo total de las SNF de la zona del euro desde 2008 refleja factores tanto cíclicos como estructurales. En el pasado, las empresas recurrían principalmente al crédito bancario como fuente de nuevo financiamiento externo<sup>5/</sup>. El flujo neto de financiamiento de los bancos a las empresas se contrajo en la zona del euro en el punto álgido de la Gran Recesión y de la crisis financiera y de deuda soberana, y después se recuperó progresivamente.

El descenso de los préstamos bancarios obedeció tanto a factores de demanda como de oferta. El retroceso de la actividad económica y la necesidad de sanear los balances redujo la demanda de crédito de las SNF, mientras que el deterioro de la capacidad de las empresas para atender la carga de la deuda y de los balances bancarios llevaron a un endurecimiento de los criterios de concesión y a una disminución de la oferta de crédito<sup>6/</sup>. Además, las SNF aumentaron sus emisiones netas de valores representativos de deuda durante la crisis para compensar la menor disponibilidad de crédito bancario y, más recientemente, para beneficiarse de las favorables condiciones de financiamiento en los mercados que se han visto respaldadas por el programa de compras de bonos corporativos del BCE. Los préstamos concedidos por las OIF a las empresas también se han incrementado, reflejando un aumento de los otorgados por entidades de propósito especial para financiar a su matriz. Las SNF también aumentaron su recurso al crédito comercial y a los préstamos interempresariales y financiaron una proporción más elevada de sus actividades con fondos generados internamente y con los mayores beneficios no distribuidos, con el fin de mitigar el efecto negativo de la menor oferta de crédito en la disponibilidad de financiamiento externo mediante deuda. En general, la importancia de las fuentes de financiamiento no bancario se ha acrecentado de forma significativa desde el inicio de la crisis.



financieros y los cambios regulatorios provocaron un descenso de la demanda y de la oferta de productos titulizados.



En general, una mayor relevancia de las fuentes de financiamiento no bancario de financiamiento externo de las SNF puede acelerar la transmisión de la política monetaria. En particular, algunas entidades distintas de IFM pueden ajustar sus exposiciones al riesgo en respuesta a cambios en los ciclos económico y financiero con mayor flexibilidad que las entidades de crédito. Con todo, queda por ver si la tendencia actual hacia un modelo de financiamiento de la economía real basado en mayor medida en los mercados continuará cuando el crédito bancario se haya recuperado totalmente. Al mismo tiempo, una mayor diversificación de las fuentes de financiamiento para las empresas puede haber reducido su vulnerabilidad a futuras disminuciones de la oferta de préstamos bancarios o de la disponibilidad de fuentes de financiamiento en los mercados. En cambio, el financiamiento externo de los hogares sigue dependiendo del crédito bancario, ya que el financiamiento que procedente de otras fuentes continúa siendo limitado.

1/ El financiamiento externo total incluye la financiación mediante deuda y acciones de las SNF.

- 2/ El financiamiento mediante deuda se define como los pasivos totales, menos las acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones emitidas.
- 3/ Estas entidades de propósito especial suelen ser residentes en un país de la zona del euro distinto del de la matriz o de fuera de la zona, con el fin de beneficiarse de un sistema tributario favorable y de la tecnología financiera.
- 4/ En las cuentas sectoriales, los beneficios no distribuidos se clasifican como operaciones no financieras. Al igual que en la contabilidad empresarial, se contabilizan como El financiamiento interno (no como operaciones financieras). No obstante, el valor de mercado del saldo vivo de las participaciones emitidas por SNF podría aumentar por revalorizaciones resultantes del fortalecimiento de los balances de este sector.
- 5/ Véase también el recuadro titulado “Tendencias en la estructura del financiamiento externo de las sociedades no financieras de la zona del euro”, Boletín Económico, número 5, BCE, 2016.
- 6/ Véase también el artículo titulado “*The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation*”, Boletín Económico, número 4, BCE, 2016.

**Fuente de información:**

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2017.es.pdf?8887833fa471f64f8293868ae8260877>

**Política monetaria: paciencia,  
perseverancia y prudencia  
(BCE)**

El 9 de abril de 2018, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en *Fráncfort*, Alemania, su Informe Anual 2017 en el que informó que la recuperación económica de la zona del euro se materializó en una expansión sólida y generalizada. A continuación se presenta el artículo: *Política monetaria: paciencia, perseverancia y prudencia*.

Las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en los últimos años han tenido por objeto apoyar la recuperación económica de la zona del euro y situar de nuevo la inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2%, a mediano plazo, compatible con la estabilidad de precios. Estas medidas se han transmitido de manera efectiva a las condiciones de financiamiento de los hogares y las empresas. Durante 2017 continuó la expansión del balance del Eurosistema, principalmente como consecuencia del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) en curso y de las operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico.

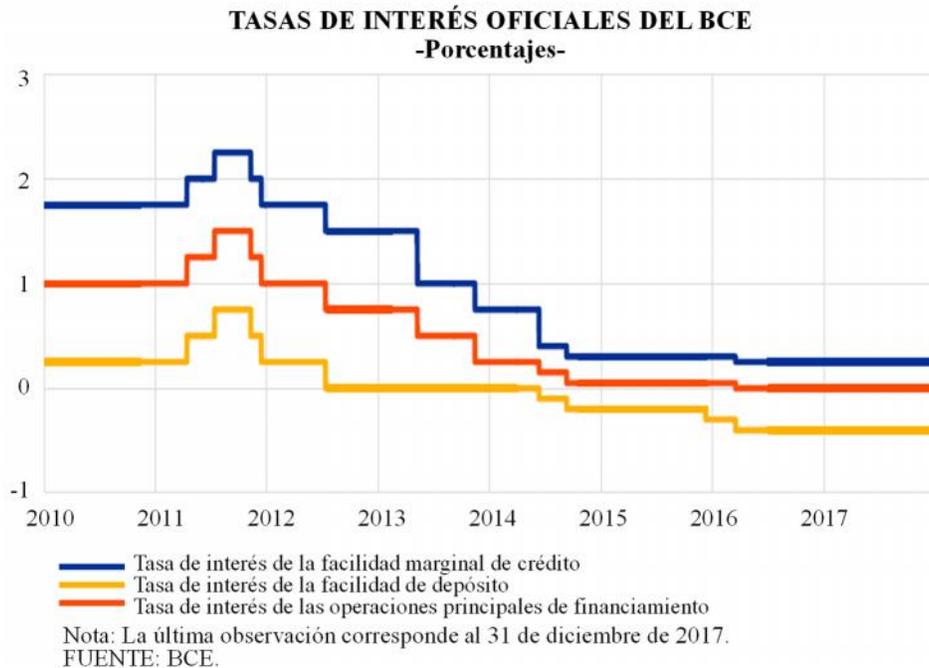
## **La orientación de la política monetaria: un grado muy considerable de acomodación**

### **La recuperación económica continuó afianzándose a principios del año, pero la baja inflación subyacente requirió mantener la política**

Tras las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno en diciembre de 2016, las medidas de política monetaria del BCE continuaron transmitiéndose de manera efectiva a las condiciones crediticias y de financiamiento de mercado de las empresas y los hogares de la zona del euro (véase sección: La transmisión efectiva de las medidas de política monetaria del BCE)<sup>25</sup>. Aunque, en líneas generales, los riesgos para las perspectivas económicas pasaron a ser menos pronunciados a principios del año, siguieron orientados a la baja y estuvieron relacionados principalmente con el entorno mundial, las incertidumbres políticas y la debilidad persistente de los balances de algunos sectores. Además, las perspectivas de tendencia al alza de la inflación continuaron dependiendo de unas condiciones de financiamiento muy favorables que, en gran medida, estuvieron condicionadas por la orientación acomodaticia de la política monetaria.

---

<sup>25</sup> En diciembre de 2016, el Consejo de Gobierno decidió ajustar los parámetros del APP a partir de enero de 2017 para asegurar que el programa continuara ejecutándose con fluidez y para aceptar cantidades limitadas de efectivo como garantía en las facilidades de préstamo de valores del PSPP (programa de compras de valores públicos) con el fin de respaldar el funcionamiento y la liquidez del mercado de repos de la zona del euro. Los cambios de los parámetros del APP consistieron en reducir de dos años a un año la vida residual mínima de los valores admisibles en el PSPP y permitir las adquisiciones de valores con rendimiento inferior al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE en la medida en que fuera necesario.



El contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirmaba que era necesario un grado muy considerable de acomodación monetaria para que se produjera un aumento duradero y autosostenido de las presiones inflacionistas en la zona del euro, pese a la creciente solidez de la recuperación económica. Esto exigió del Consejo de Gobierno firmeza en el mantenimiento de su política, revalidando las decisiones adoptadas en su reunión de política monetaria de diciembre de 2016, lo que supuso mantener las tasas de interés oficiales del BCE sin variación y confirmar tanto el ritmo como el horizonte previstos de las compras en el marco del APP, así como las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la evolución futura (*forward guidance*) de las tasas de interés oficiales y el APP.

**La política de *forward guidance* evolucionó en respuesta a la mejora en la evaluación de los riesgos y a la menor probabilidad de contingencias desfavorables**

Para mediados de 2017, la recuperación económica se había fortalecido y se proyectaba que el crecimiento del producto avanzaría a un ritmo algo más rápido de lo previsto anteriormente y que se extendería a todos los países y sectores. En consecuencia, en

junio de 2017, el Consejo de Gobierno modificó su evaluación de los riesgos para las perspectivas de crecimiento y consideró que, en general, estaban equilibrados. En vista de la mayor solidez y fortaleza de la dinámica de crecimiento, los riesgos de cola a la baja para las perspectivas de estabilidad de precios también habían disminuido, por lo que la probabilidad de que se materializaran escenarios muy adversos, como los relacionados con riesgos de deflación, se había reducido notablemente.

Para adecuar su comunicación a la mejora observada en la evaluación de los riesgos, en junio de 2017, el Consejo de Gobierno decidió suprimir la referencia a nuevos recortes de las tasas de interés de su política de *forward guidance* sobre la senda esperada de las tasas de interés oficiales del BCE, que había estado señalando una posible respuesta de política monetaria a contingencias muy graves. No obstante, al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno insistió en que se necesitaba paciencia para que las presiones inflacionistas aumentaran gradualmente. También reiteró su compromiso de perseverar en sus medidas de política monetaria con el fin de mantener el grado muy considerable de acomodación monetaria que todavía era necesario para que se materializara un ajuste sostenido de la inflación.

La política de *forward guidance* sobre el nivel de las tasas de interés y sobre el ritmo de compra de activos refleja, en general, la importancia de la interacción de los distintos instrumentos que influyen en la orientación de la política monetaria. Ciertamente, los diferentes elementos del amplio paquete de medidas de política monetaria se complementan y se refuerzan mutuamente para mantener las condiciones de financiamiento muy favorables que son necesarias para respaldar un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a mediano plazo. A este respecto, la política de *forward guidance* establecida por el Consejo de Gobierno en 2017 estuvo relacionada no solo con las condiciones en las que se retirarían las medidas de estímulo, sino también con la secuenciación de los cambios en las medidas de política monetaria.

**Las medidas de política monetaria se reajustaron en octubre, al tiempo que se mantuvieron unas condiciones de financiamiento muy favorables**

La información recibida durante el tercer trimestre de 2017, incluidas las proyecciones macroeconómicas de septiembre elaboradas por los expertos del BCE, continuó indicando una expansión económica sólida y generalizada en los distintos países y sectores. El firme ritmo de crecimiento siguió respaldando la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación se encaminaría gradualmente hacia un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a mediano plazo, siempre que se mantuvieran condiciones de financiamiento muy favorables. Al mismo tiempo, la inflación continuaba siendo muy baja y los indicadores de la inflación subyacente aún no habían mostrado señales más convincentes de una tendencia clara al alza. La debilidad de la inflación podía considerarse indicativa de la existencia de un grado todavía sustancial de holgura en los mercados de productos y de trabajo, pese al ligero avance del crecimiento de los salarios. Por lo tanto, la prudencia sugería que todavía era preciso un amplio estímulo monetario para asegurar un ajuste sostenido de la inflación, lo que hizo necesario reajustar los instrumentos de política monetaria aún después del final del año.

En consecuencia, en octubre de 2017, el Consejo de Gobierno adoptó varias decisiones para cumplir su objetivo de estabilidad de precios.

- En primer lugar, reiteró que esperaba que las tasas de interés oficiales del BCE se mantuvieran en los niveles vigentes durante un período prolongado de tiempo, que superaría con creces el horizonte de las compras netas de activos.
- En segundo lugar, la mejora de las perspectivas económicas y la mayor confianza en la convergencia de la inflación permitió al Consejo de Gobierno reducir la intensidad del APP. Las compras continuarían realizándose a un ritmo mensual de 30 mil millones de euros desde enero de 2018 hasta el final de septiembre de 2018, o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en cualquier

caso, hasta que el Consejo de Gobierno observase un ajuste sostenido de la senda de inflación. Además, el Consejo de Gobierno reiteró su compromiso de ampliar el volumen y/o la duración del APP si las perspectivas se tornasen menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance hacia un ajuste sostenido de la inflación.

- En tercer lugar, anunció que la reinversión de las amortizaciones del principal al vencimiento de los valores adquiridos en el marco del APP continuaría durante un período prolongado una vez finalizadas las compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que fuera necesario. El mantenimiento del saldo de activos adquiridos contribuiría a preservar las condiciones favorables de liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria.
- En cuarto lugar, las subastas a tasas de interés fijas con adjudicación plena en las operaciones de financiamiento se ampliarían al menos hasta la finalización del último período de mantenimiento de reservas de 2019 para garantizar que la política monetaria continúe ejecutándose de manera fluida y al mismo tiempo preservar las condiciones favorables en los mercados monetarios de la zona del euro.

El considerable apoyo monetario prestado de forma continuada que suponen las compras netas adicionales de activos, el elevado volumen de activos adquiridos y sus próximas reinversiones, y las indicaciones sobre la evolución futura de las tasas de interés, contribuirían a mantener las condiciones de financiamiento muy favorables que aún son necesarias para respaldar un retorno sostenido de la inflación hacia un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a mediano plazo, compatible con la estabilidad de precios.

### **Índices de referencia del mercado monetario de la zona del euro: evolución reciente**

Los índices financieros de referencia pueden definirse en un sentido amplio como aquellos que se emplean como referencia para determinar el importe que se ha de pagar en relación con un instrumento o un contrato financiero, o el valor de un instrumento financiero. Uno de los índices de referencia del mercado monetario más utilizados en todo el mundo es el *libor* (tasa de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres), mientras que los más usados en Europa son el *euríbor* (tasa de interés de oferta en el mercado interbancario del euro) y el *eonia* (índice medio de la tasa de interés del euro a un día). Estos índices se determinan a partir de las contribuciones voluntarias de paneles de entidades de crédito que dan sus opiniones expertas sobre los precios de mercado vigentes (“cotizaciones”), en el caso del *euríbor*, o a partir de las operaciones reales en el del *eonia*.

En los últimos años, el BCE ha seguido de cerca la reforma de las tasas de interés de referencia y ha participado activamente en ella, dada la necesidad de disponer de unos índices de referencia adecuados para el funcionamiento eficaz del sistema financiero y para la transmisión de la política monetaria. Los mercados financieros dependen en gran medida de ellos como referencia en los contratos financieros, por ejemplo, en los préstamos hipotecarios, los valores a tasa de interés variable o los instrumentos derivados. Asimismo, los tipos de referencia son un elemento central de la valoración diaria de diversos instrumentos financieros. En consecuencia, la falta de tasas de referencias adecuadas y fiables podría provocar perturbaciones en los mercados, con repercusiones posiblemente importantes para la estabilidad financiera.

Las tasas de interés de referencia de la zona del euro y de otras economías han sido objeto de profundas reformas que se han guiado principalmente por una serie de principios establecidos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores

(IOSCO, por sus siglas en inglés) en 2013 en respuesta a los escándalos relacionados con la manipulación del *libor*, pero también por la adopción del Reglamento de la UE sobre Índices de Referencia. En Europa, los índices más utilizados, el *euríbor* y el *eonia*, están siendo sometidos a reformas emprendidas por su administrador, el European Money Markets Institute (EMMI). Como consecuencia de estas reformas, las prácticas de mercado y los contratos podrían tener que adaptarse a un nuevo entorno en los próximos años.

Por lo que respecta al *euríbor*, que es la tasa de interés de referencia en el mercado interbancario de depósitos en euros sin garantía que se publica para vencimientos que van de una semana a doce meses, el EMMI ha presentado planes para basar su metodología en transacciones en lugar de cotizaciones. A principios de 2017 se realizó una prueba en la que no se consiguió determinar la viabilidad de una metodología basada íntegramente en transacciones debido a un volumen insuficiente de operaciones en el mercado monetario. Por ese motivo, el EMMI está trabajando con participantes en el mercado en relación con una posible metodología híbrida para la determinación del *euríbor* que combinaría datos de transacciones con valoraciones de expertos. El desarrollo de esta metodología y la evaluación de su impacto posiblemente se extenderán hasta el primer semestre de 2018 y, a continuación, se realizará una consulta a las partes interesadas. Mientras, la metodología actual basada en cotizaciones seguirá utilizándose para calcular el *euríbor*.

En cuanto al *eonia*, que es un índice de referencia del mercado interbancario de depósitos en euros sin garantía y con vencimiento a un día basado íntegramente en transacciones, el 1 de febrero de 2018, el EMMI anunció, después de realizar un estudio sobre el mercado monetario sin garantías, que ya no era adecuado realizar una revisión de este índice porque los volúmenes de préstamo interbancario eran reducidos al tiempo que la actividad seguía concentrada. Asimismo, el EMMI

subrayó que, si las condiciones en los mercados no varían, no se garantizaría el cumplimiento del Reglamento de la UE sobre Índices de Referencia. Con todo, también recalcó que en caso necesario podría considerar la posibilidad de adaptar los parámetros metodológicos para incrementar la solidez del eonia.

La solidez del euríbor y del eonia, que se basan en las contribuciones voluntarias de entidades de crédito, se está convirtiendo en un motivo de creciente preocupación porque las entidades contribuidoras han ido disminuyendo con el tiempo. Se espera que estas entidades presenten diariamente cotizaciones basadas en valoraciones de expertos (en el caso del euríbor) o datos sobre sus operaciones de préstamo interbancario a un día sin garantías (en el caso del eonia). No obstante, recientemente, varias entidades han abandonado uno u otro panel, mencionando como principal razón que el proceso de reforma está suponiendo una sobrecarga para sus procedimientos. La participación en la elaboración de índices de referencia también conlleva responsabilidades y riesgos de reputación.

El Reglamento de la Unión Europea (UE) sobre Índices de Referencia solo puede servir de mecanismo temporal de protección en caso de que las entidades de crédito continúen abandonando los paneles. Las disposiciones especiales del Reglamento se aplican a índices como el euríbor y el eonia, calificados como “críticos”<sup>1/</sup>. Debe destacarse que el regulador, que en el caso de estos dos índices es la Autoridad belga de Mercados y Servicios Financieros (FSMA, por sus siglas en inglés), puede exigir contribuciones obligatorias para el índice si su representatividad se ve amenazada, por ejemplo, por el abandono de bancos que integran los paneles. Aunque este mecanismo podría ser una solución provisional, su aplicación se limita a un período máximo de dos años, por lo que no puede considerarse una solución a largo plazo si la viabilidad de un índice de referencia se ve comprometida.

En vista de la importancia de que los mercados cuenten con índices de referencia sólidos y fiables, el 21 de septiembre de 2017, el BCE anunció que publicará una

nueva tasa de interés de depósito a un día antes de 2020 basándose en datos recopilados con arreglo al Reglamento relativo a las estadísticas de los mercados monetarios. Esta tasa de interés complementará las tasas de referencia existentes producidos por el sector privado y servirá de respaldo para los mismos. Durante los dos próximos años, el BCE definirá las principales características de esta nueva tasa de interés, desarrollará la metodología de cálculo y someterá a prueba su solidez. Durante este tiempo, el BCE mantendrá una comunicación transparente, incluyendo la utilización de consultas públicas. La primera consulta pública se inició el 28 de noviembre de 2017 con el fin de recabar la opinión de las partes interesadas sobre las principales características de la tasa de interés y la hora de publicación.

También se ha puesto en marcha otra iniciativa en el mercado monetario de la zona del euro en la que un grupo de trabajo sobre tasas de interés libres de riesgo para la zona del euro establecido recientemente proporcionará una plataforma para que el sector privado pueda discutir sobre tasas alternativas y cuestiones relacionadas con la transición a posibles tasas alternativas a corto plazo de la zona del euro. La labor de este grupo tiene por objetivo seguir la recomendación del *Official Sector Steering Group* del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) de julio de 2014 para identificar y adoptar uno o varias tasas de interés libres de riesgo en las principales áreas monetarias. El grupo estará integrado por entidades del sector privado y será presidido por un representante de dicho sector. Asimismo, contará con el apoyo de las autoridades y el BCE se ocupará de las funciones de secretaría<sup>2/</sup>.

<sup>1/</sup> El 11 de agosto de 2016 y el 28 de junio de 2017, respectivamente, el euríbor y el eonia fueron designados “índices de referencia críticos” por la Comisión Europea con arreglo al Reglamento sobre Índices de Referencia en vista de su crucial importancia para los mercados y la elevada cantidad de contratos en los que se utilizan como referencia.

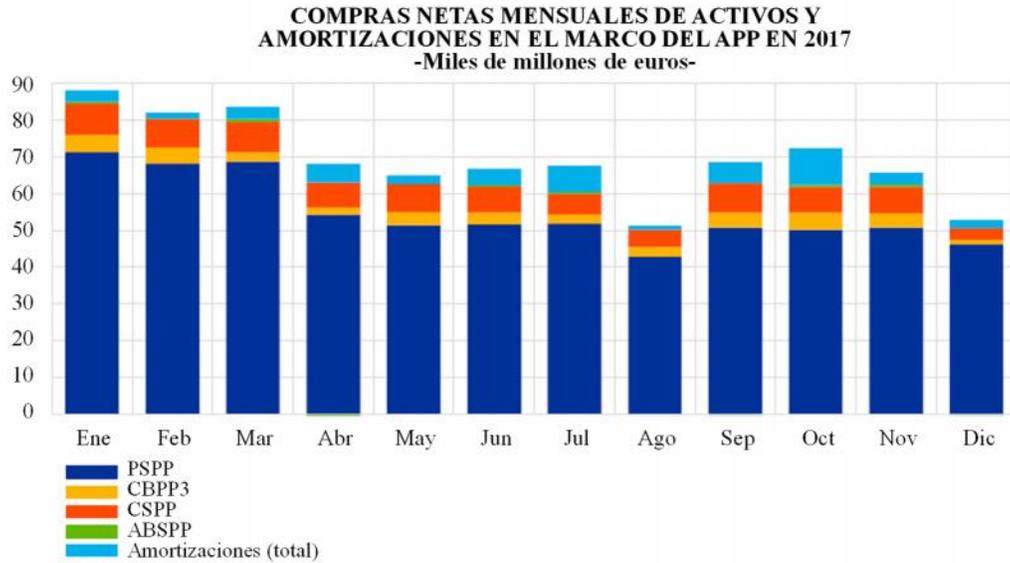
<sup>2/</sup> En el sitio web del BCE pueden consultarse los términos de referencia del grupo de trabajo e información adicional.

## La transmisión efectiva de las medidas de política monetaria del BCE

Las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014 continuaron transmitiéndose a las condiciones de financiamiento de las empresas y los hogares, y fortalecieron los flujos de crédito en toda la zona del euro en 2017. Las compras de activos realizadas en el marco del APP, los bajos niveles de las tasas de interés oficiales que se mantuvieron sin variación, las indicaciones sobre la evolución futura (*forward guidance*) en relación con estos dos instrumentos, así como las operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), aseguraron unas condiciones de financiamiento muy favorables y siguieron siendo un factor clave del fortalecimiento de la recuperación económica de la zona del euro.

La ejecución del APP continuó desarrollándose con fluidez, tanto en el marco de los programas de compra de activos del sector privado, que comprenden el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP), el programa de compras de bonos corporativos (CSPP) y el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3), como en el del programa de compras de valores públicos (PSPP). Este último incluye bonos emitidos por administraciones centrales, administraciones regionales, agencias e instituciones supranacionales de la zona del euro. Los volúmenes adquiridos fueron, en promedio, acordes con los objetivos mensuales fijados por el Consejo de Gobierno, esto es, compras por importe de 80 mil millones de euros al mes de enero a marzo y de 60 mil millones de euros al mes de abril a diciembre. Como consecuencia de las fluctuaciones estacionales de la liquidez del mercado, los volúmenes de activos adquiridos se situaron por debajo del objetivo mensual en agosto y en diciembre, pero esta evolución quedó compensada con unos volúmenes de compras ligeramente superiores durante el resto del año. Considerando los distintos países, los volúmenes mensuales de compras también variaron levemente debido a la creciente relevancia de la reinversión de las amortizaciones de los bonos que van venciendo, la cual comenzó a efectuarse en marzo de 2017 en el caso de los valores adquiridos en el marco del

PSPP. En general, las compras mensuales solo se desviaron marginalmente de los volúmenes fijados como objetivo en términos relativos.



Nota: Compras netas mensuales a su valor contable; importes de amortización mensuales. Los principales amortizados de los valores adquiridos en el marco del PSPP son reinvertidos por el Eurosistema de manera flexible y en el momento oportuno en el mes de vencimiento, siempre que sea posible, o en los dos meses posteriores, si las condiciones de liquidez del mercado lo justifican.

FUENTE: BCE.

El saldo de las tenencias de valores del PSPP, que es el indicador adecuado para valorar la distribución de los volúmenes de compras, se mantuvo próximo a la asignación prevista en función de la clave de capital, teniendo en cuenta las compras alternativas y la flexibilidad en las reinversiones de los bonos que van venciendo.

El financiamiento bruto obtenido en la última operación TLTRO-II, liquidada en marzo de 2017, ascendió a 233 mil 500 millones de euros, lo que supuso un aumento neto de la liquidez de 204 mil millones de euros<sup>26</sup>. El financiamiento total obtenida por las

<sup>26</sup> Este importe bruto fue adjudicado a 474 entidades de crédito. El límite máximo de empuje, que corresponde al financiamiento asignada menos los fondos obtenidos en TLTRO anteriores, fue de 693 mil millones de euros. La tasa de utilización, que es la proporción de financiamiento obtenido en la TLTRO-II.4 de marzo de 2017 en relación con el límite máximo de puja, fue del 34%. El impacto neto en la liquidez se calcula teniendo en cuenta los reembolsos voluntarios de las TLTRO-I y la reducción del empuje en las operaciones principales de financiamiento resultante de la sustitución por el financiamiento obtenido en las TLTRO. Véase también el recuadro titulado *Las operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico: resumen de los fondos adjudicados y su impacto en la intermediación bancaria*, Boletín Económico, número 3, BCE, 2017.

entidades de crédito de la zona del euro en las TLTRO-II (TLTRO-II.1 a TLTRO-II.4) se cifró en 740 mil 200 millones de euros, o el 62% de un billón 200 mil millones de euros que se podían obtener en estas operaciones.

Las medidas de política monetaria influyen en la economía a través de tres canales de transmisión: el canal de señalización, el canal de recomposición de carteras y el canal de transmisión directa<sup>27</sup>. En primer lugar, el APP ha respaldado la credibilidad de la política de *forward guidance* del BCE en lo que respecta a sus expectativas de mantenimiento de las tasas de interés en los niveles actuales durante un período prolongado. La tasa de interés negativa de la facilidad de depósito ha reforzado el efecto del APP sobre toda la curva de rendimientos reduciendo el componente de expectativas de las tasas de interés a más largo plazo. En segundo lugar, el APP ha inducido a los inversionistas a recomponer sus carteras hacia segmentos de mercado con mayor riesgo. Las compras de activos en curso han llevado al sector bancario a sustituir tenencias de deuda a mediano y largo plazo por reservas en el banco central, lo que implica una disminución del riesgo de duración para los inversionistas (véase sección 2.3). El consiguiente descenso de las primas por plazo genera incentivos para invertir en otros activos, como los préstamos a hogares y a empresas. De este modo se asegura que las medidas de política monetaria se trasladen también a prestatarios sin acceso directo a los mercados de capitales. Por último, las TLTRO son efectivas a través de un mecanismo de transmisión directa. Las tasas de interés que las entidades de crédito deben pagar por estos fondos dependen de la concesión de préstamos a empresas y hogares, asegurando la transmisión de las condiciones de financiamiento favorables. Además, la liquidez neta adicional ha contribuido a reducir los costos marginales de financiamiento de las entidades participantes en estas operaciones.

---

<sup>27</sup> Para un análisis más detallado de los tres canales de transmisión principales, véase el recuadro titulado *Impacto de las medidas no convencionales del BCE en las condiciones de financiamiento: evidencia reciente*, Boletín Económico, número 2, BCE, 2017.

En conjunto, las medidas de política monetaria introducidas por el BCE desde junio de 2014 han tenido un efecto macroeconómico positivo considerable en la evolución económica de la zona del euro. Se estima que el impacto global sobre el PIB real y la inflación de la zona del euro será, en ambos casos, de alrededor de 1.9 puntos porcentuales acumulados entre 2016 y 2020<sup>28</sup>.

### **Las medidas del BCE contribuyeron a que las condiciones de financiamiento continuaran siendo muy favorables**

Las medidas de política monetaria han anclado las tasas de interés de mercado en niveles reducidos. Las tasas a corto plazo del mercado monetario de la zona del euro y los rendimientos de la deuda pública a largo plazo permanecieron relativamente estables durante el año (véase sección: Evolución financiera y monetaria). Estas condiciones se trasladaron a las condiciones de financiación del conjunto de la economía a través de los tres canales de transmisión descritos anteriormente.

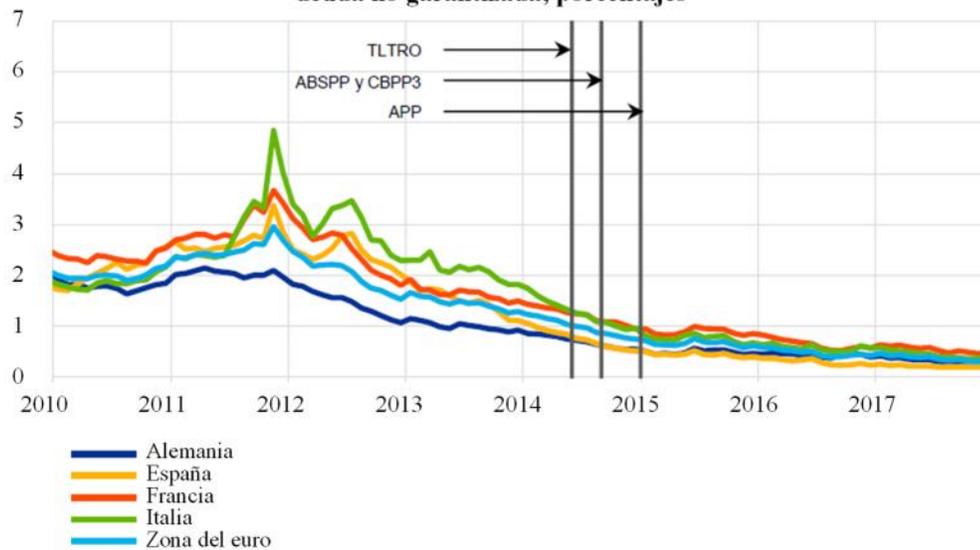
Los costes de financiamiento de las entidades de crédito continuaron siendo muy favorables durante 2017 y se mantuvieron considerablemente por debajo de los registrados antes de la introducción del paquete de medidas de expansión crediticia del BCE en junio de 2014. Los diferenciales de los bonos emitidos por entidades de la zona del euro siguieron reduciéndose de forma acusada, una evolución que se vio favorecida por la última operación TLTRO-II llevada a cabo en marzo, en la que las entidades pudieron sustituir parte de su financiamiento de mercado por financiamiento obtenido en estas operaciones. En conjunto, como resultado de estos desarrollos, los costos globales del financiamiento de las entidades disminuyeron y también la heterogeneidad

---

<sup>28</sup> Véase M. Draghi, “*The state and prospects of the euro area recovery*”, discurso pronunciado en el Congreso Europeo de Banca, Fráncfort del Meno, 18 de noviembre de 2016. Véase también L. Gambetti y A. Musso, “*The macroeconomic impact of the ECB’s expanded asset purchase programme (APP)*” *Working Paper Series*, n.º 2075, BCE, junio de 2017, en el que se constata un impacto significativo del APP sobre el PIB real (0.18 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2015 y muy reducido en el cuarto trimestre de 2016) y sobre la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (de un efecto muy limitado en el primer trimestre de 2015 aumentó a 0.18 puntos porcentuales a finales de ese año y a 0.36 puntos porcentuales en el cuarto trimestre de 2016), en comparación con una situación simulada sin estas medidas de política monetaria.

de los costos de financiamiento entre entidades ubicadas en distintos países de la zona del euro.

**COSTO SINTÉTICO DE FINANCIAMIENTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO MEDIANTE DEUDA**  
**-Costo sintético de financiamiento mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; porcentajes-**

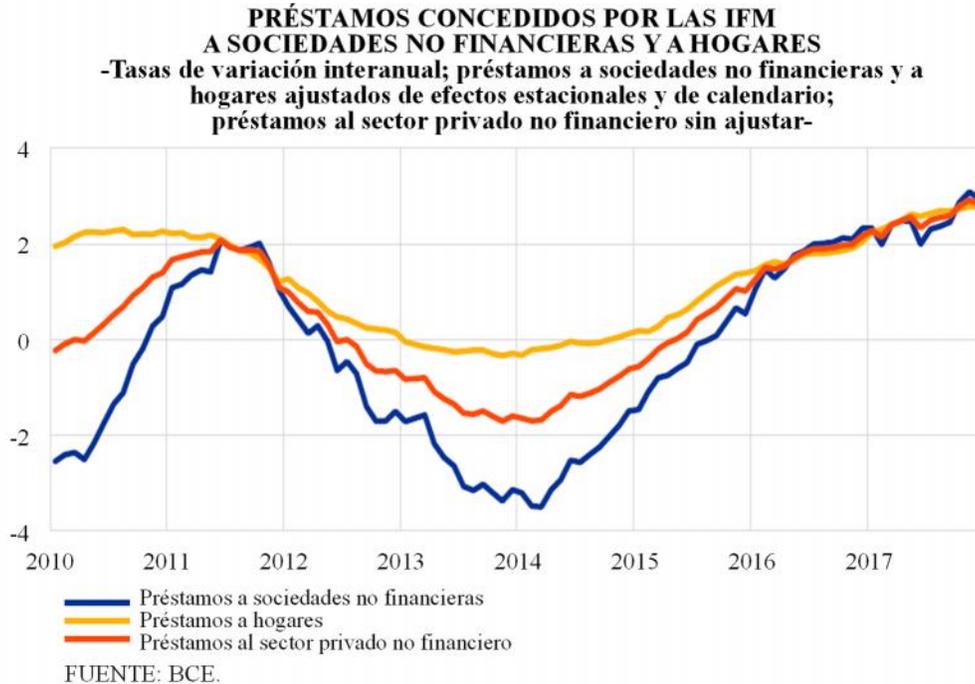


FUENTE: BCE, Merrill Lynch Global Index y cálculos del BCE.



La reducción de los costos de financiamiento de las entidades de crédito también ejerció presiones a la baja sobre los costos de financiamiento de las empresas a través del canal de transmisión directa y de tasas de interés sin riesgo más bajas. Las tasas de interés sintéticas del crédito otorgado 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 sus medidas de expansión crediticia. Las tasas aplicadas por las entidades a los préstamos concedidos a los citados sectores descendieron 123 y 108 puntos básicos, respectivamente, entre junio de 2014 y diciembre de 2017. Las sociedades no financieras con acceso directo a los mercados de capitales también se beneficiaron de la caída de los rendimientos de los bonos corporativos resultante del CSPP. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión de las SNF retrocedieron 26 puntos básicos en 2017, en línea con la evolución observada para las entidades de crédito y las empresas de seguros (véase gráfica anterior). Estos efectos también se extendieron a los valores de renta fija privada con

calificación inferior a grado de inversión, que no pueden ser adquiridos en el CSPP, ya que los inversionistas ajustaron sus carteras<sup>29</sup>.



### Avances en la recuperación del crecimiento del crédito

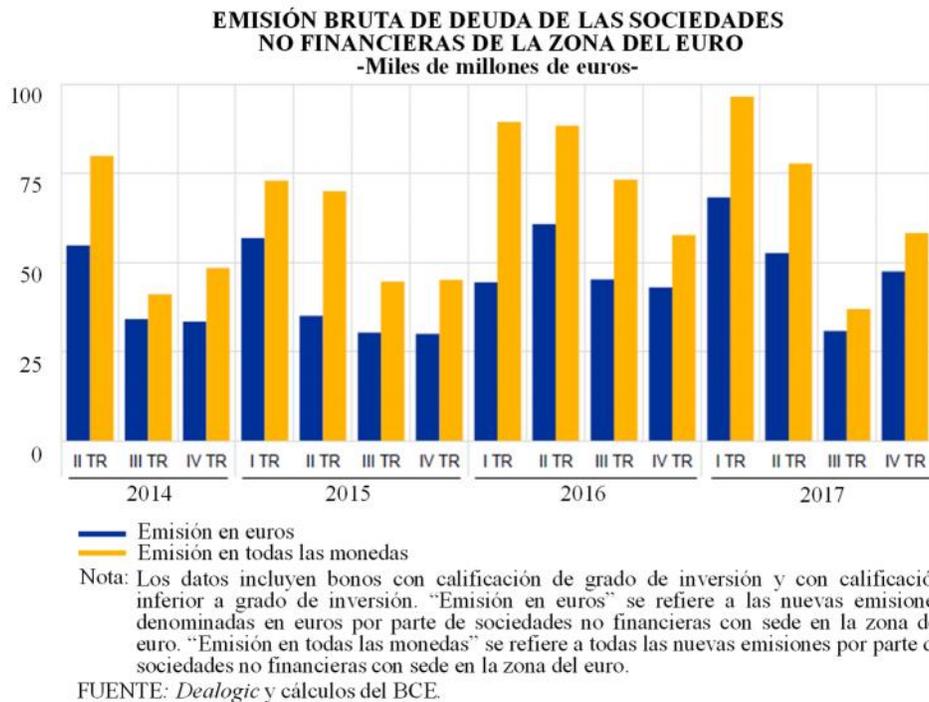
La mejora sostenida de las condiciones crediticias en la zona del euro se reflejó no solo en la disminución de las tasas de interés y de los diferenciales, sino también en el aumento de los volúmenes de préstamo al sector privado y en la estabilidad en el acceso a los mercados de renta fija por parte de las empresas. Las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro señalaron que la liquidez adicional generada por el APP se había utilizado principalmente para conceder préstamos, lo que indica que la oferta de crédito siguió mejorando en 2017<sup>30</sup>. Además, la demanda neta de préstamos se incrementó, al tiempo que las entidades de crédito relajaron los criterios de concesión y las condiciones aplicadas a los nuevos

<sup>29</sup> Para más información sobre los criterios de admisión en el CSPP, véase “*Corporate sector purchase programme (CSPP) – Questions & answers*”.

<sup>30</sup> Véase “*The euro area bank lending survey – Third quarter of 2017*”, BCE, octubre de 2017.

préstamos, en particular a los otorgados a hogares. En consecuencia, la recuperación gradual del crédito al sector privado de la zona del euro continuó. Al mismo tiempo, aunque se observaron ciertos avances, el saneamiento de los balances bancarios y los niveles todavía altos de préstamos dudosos en algunos países siguieron afectando al crecimiento del crédito.

La tasa de crecimiento anual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado no financiero, que incluye a los hogares y a las sociedades no financieras, fue del 2.8% en diciembre de 2017, frente al 2.2% de diciembre de 2016. El crecimiento anual de los préstamos a las sociedades no financieras aumentó hasta situarse en el 2.9%, desde el 2.3% registrado un año antes, mientras que en el caso de los hogares se incrementó hasta el 2.8% en diciembre de 2017, en comparación con el 2% de diciembre de 2016.



La emisión de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras con sede en la zona del euro se mantuvo estable, y las nuevas emisiones denominadas en euros ascendieron a 199 mil millones de euros, frente a los 193 mil millones de euros de 2016.

El acceso de las sociedades no financieras a los mercados de capitales siguió viéndose favorecido por las compras netas de bonos corporativos en el marco del CSPP.

Las medidas de política monetaria del BCE también mejoraron sustancialmente las condiciones crediticias para las pequeñas y medianas empresas (pymes), que no suelen tener acceso directo a los mercados de renta fija. Los resultados más recientes de la encuesta sobre el acceso al financiamiento de las empresas (SAFE, por sus siglas en inglés) señalaron nuevas mejoras de las condiciones de financiamiento externo, continuando la tendencia observada en rondas anteriores de la encuesta<sup>31</sup>. Las pymes confirmaron una mejora de la disponibilidad de financiamiento bancario, incluida una mayor disposición a conceder crédito a tasas de interés más bajas. Las pymes de todos los países grandes de la zona del euro señalaron variaciones netas positivas en la disponibilidad de préstamos bancarios. Por primera vez desde que se inició esta encuesta, las pymes indicaron que consideraban que las perspectivas económicas generales habían favorecido la disponibilidad de financiamiento externo. Los costos de financiamiento de estas empresas también descendieron. El diferencial de tasas de interés entre los créditos de hasta 250 mil euros y los créditos de más de un millón de euros se redujo 118 puntos básicos entre finales de mayo de 2014 y diciembre de 2017.

## **Evolución del balance del Eurosistema**

### **Tamaño y composición del balance del Eurosistema**

Desde que se inició la crisis financiera en 2007-2008, el Eurosistema ha adoptado una serie de medidas de política monetaria convencionales y no convencionales que con el tiempo han tenido un impacto directo en el tamaño y la composición del balance del Eurosistema. Estas medidas han incluido operaciones garantizadas para proporcionar financiamiento a las entidades de contrapartida con plazo de vencimiento inicial de

---

<sup>31</sup> Véase “*Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2016 to March 2017*”, BCE, mayo de 2017.

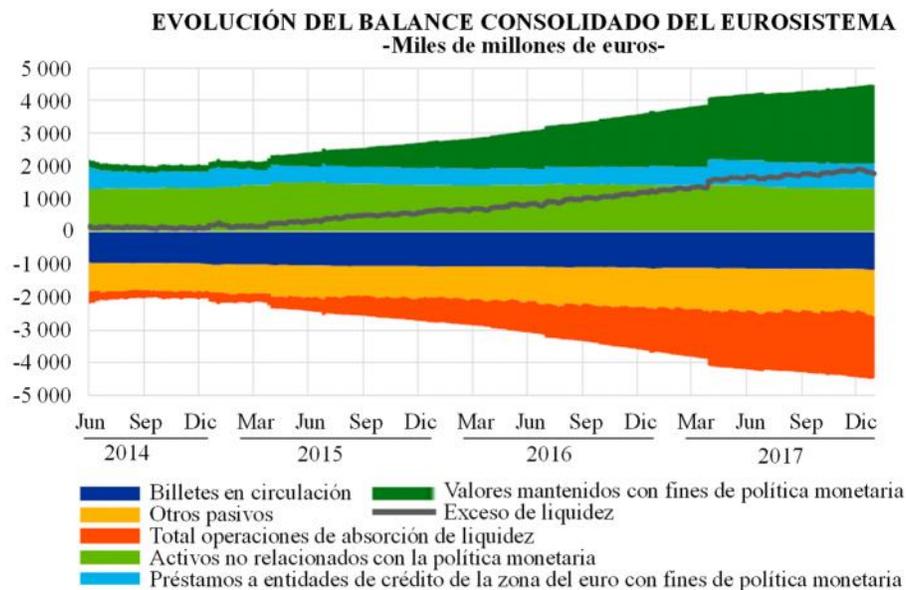
hasta cuatro años y compras de activos en distintos segmentos del mercado destinadas a mejorar la transmisión de la política monetaria y a relajar las condiciones de financiamiento en la zona del euro. Al final de 2017, el tamaño del balance del Eurosistema había alcanzado un máximo histórico de 4.5 billones de euros, 0.8 billones de euros más que al final de 2016.

El programa ampliado de compra de activos y la adjudicación de la última operación de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico en marzo de 2017 condujeron a la expansión del balance y a un cambio en su composición. Al final de 2017, las partidas del activo relacionadas con la política monetaria ascendían a 3.2 billones de euros, lo que representa el 70% de los activos totales del balance del Eurosistema, frente al 61% al final de 2016. Estas partidas incluían préstamos concedidos a entidades de crédito de la zona del euro, que constituían el 17% de los activos totales (el 16% al final de 2016), y valores adquiridos con fines de política monetaria, que representaban alrededor del 53% de los activos totales (frente al 45% al final de 2016), como se muestra en la gráfica siguiente. El resto de los activos financieros eran principalmente: i) activos en moneda extranjera y oro en poder del Eurosistema; ii) carteras denominadas en euros no relacionadas con operaciones de política monetaria, y iii) la provisión de liquidez de emergencia por parte de algunos bancos centrales nacionales (BCN) del Eurosistema a entidades solventes con problemas transitorios de liquidez. Estos otros activos financieros están sujetos a requisitos internos del Eurosistema en términos de presentación de información y a restricciones derivadas, en particular, de la prohibición de financiamiento monetario y de la exigencia de no interferir en la política monetaria, establecidos en distintos textos legales<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> La prohibición de financiamiento monetario se establece en el artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Para conocer las restricciones aplicables a los activos no relacionados con la política monetaria, véase, en particular, la Orientación del BCE sobre las operaciones internas de gestión de activos y pasivos por los bancos centrales nacionales (BCE/2014/9), el Acuerdo de 19 de noviembre de 2014 sobre activos financieros netos y el Acuerdo de 17 de mayo de 2017 sobre provisión de liquidez de emergencia.

En cuanto al pasivo, el principal impacto se observó en las reservas de las entidades de contrapartida, que como consecuencia del mantenimiento de la política monetaria acomodaticia en 2017 registraron un aumento de 0.6 billones de euros hasta situarse en 1.9 billones de euros y constituían el 42% del pasivo al final de 2017, frente al 36% al final de 2016. Los billetes en circulación disminuyeron en términos relativos hasta representar el 26% (en comparación con el 31% del pasivo al final de 2016), aunque en términos absolutos se incrementaron en línea con la tendencia histórica de crecimiento. Otros pasivos, incluidos el capital y las cuentas de revalorización, suponían el 32%, frente al 33% al final de 2016, aunque en términos absolutos se incrementaron en 0.2 billones de euros.



Nota: Las cifras positivas se refieren a los activos y las negativas a los pasivos. La línea que muestra el exceso de liquidez se presenta como una cifra positiva, aunque se refiere a la suma de las siguientes partidas del pasivo: saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas y recurso a la facilidad de depósito.

FUENTE: BCE.

### Vencimiento medio de las carteras y distribución por activos y jurisdicciones

Desde la puesta en marcha del APP, el BCE publica semanalmente información sobre la evolución de los valores mantenidos en el marco de los distintos programas que lo integran. Además, publica mensualmente el desglose de las tenencias, según se hayan

comprado en mercado primario o secundario, de los valores adquiridos en el contexto del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3), del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP) y del programa de compras de bonos corporativos (CSPP). En el PSPP, el BCE ha facilitado datos sobre los valores mantenidos por país emisor<sup>33</sup>, incluyendo el vencimiento medio ponderado.

Al final de 2017, las tenencias de valores adquiridos en el marco del APP ascendían a 2.3 billones de euros<sup>34</sup>, de las que las relacionadas con el ABSPP sumaban un total de 25 mil millones de euros (el 1% del total de la cartera del APP) y las mantenidas en relación con el CBPP3 se cifraban en 241 mil millones de euros (11% del total de la cartera del APP). Entre los programas de compra de activos del sector privado, el CSPP representó la principal contribución al APP en 2017, con compras netas por importe de 82 mil millones de euros. Esto hizo que las tenencias de valores adquiridos en el CSPP se situaran en 132 mil millones de euros, o el 6% del total de los valores mantenidos en el marco del APP. En 2017, el BCE empezó a publicar la lista completa de todos los valores adquiridos en el contexto del CSPP, incluyendo los nombres de los emisores, las fechas de vencimiento y las tasas de interés de los cupones, así como datos agregados sobre los valores mantenidos en el CSPP por riesgo país, calificación crediticia y sector. En este programa, las adquisiciones se efectúan basándose en una cartera de referencia que refleja de manera proporcional el conjunto de todos los bonos admisibles. Esto implica que la capitalización de mercado proporciona una ponderación para cada una de las jurisdicciones de emisión en la cartera de referencia.

El PSPP constituía la parte más grande del APP con 1.9 billones de euros o el 83% del total de los valores mantenidos en el marco del APP, en comparación con el 82% al final de 2016. En el PSPP, la asignación de las compras por jurisdicciones se determina en función de la clave en el capital del BCE. Dentro de las cuotas individuales asignadas

---

<sup>33</sup> Los valores mantenidos por emisores supranacionales se publican a nivel agregado.

<sup>34</sup> Las tenencias de valores del APP se presentan a coste amortizado.

a cada una, el BCE y los BCN de la zona del euro tienen flexibilidad para elegir entre valores de la administración central, regional y local, valores emitidos por determinadas agencias establecidas en las respectivas jurisdicciones y, en caso necesario, valores emitidos por instituciones supranacionales.

El vencimiento medio ponderado de los valores del PSPP se situaba en 7.7 años al final de 2017, algo menos del vencimiento medio de 8.3 años al final de 2016, con algunas variaciones entre jurisdicciones. La disminución del vencimiento medio ponderado es reflejo, principalmente, de las decisiones adoptadas en diciembre de 2016 por el Consejo de Gobierno de: i) reducir de dos años a un año la vida residual mínima de los valores admisibles en el marco del PSPP, y ii) permitir, en la medida en que sea necesario, las adquisiciones de valores con rendimiento inferior a la tasa de interés de la facilidad de depósito del BCE.

La duración de los activos adquiridos por el Eurosistema es importante por dos motivos: por un lado, permite extraer del mercado el riesgo de la tasa de interés, proporcionando incentivos para que los inversionistas reajusten sus carteras y, por otro, el Eurosistema trata de realizar una asignación de activos neutral para el mercado, adquiriendo valores a todos los plazos de vencimiento admitidos en todas las jurisdicciones de forma que refleje la composición del mercado de deuda pública de la zona del euro.

El Eurosistema reinvierte los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP a medida que van venciendo. Las reinversiones efectuadas en el marco de los programas de compras de activos del sector privado continuaron en 2017 y ascendieron a 24 mil 300 millones de euros, mientras que las realizadas en el contexto del PSPP comenzaron en marzo de 2017 y se cifraron en 24 mil 900 millones de euros a lo largo del año. Como reflejo de la creciente importancia de las reinversiones, en noviembre de 2017, el BCE empezó a publicar los importes de amortización mensuales previstos para los doce meses siguientes en el marco del APP.

Los valores adquiridos al amparo del APP están disponibles para operaciones de préstamo con el fin de respaldar la liquidez en los mercados de renta fija y de cesiones temporales (repos) sin limitar indebidamente la actividad normal en el mercado de repos. El BCE publica mensualmente la media mensual agregada del saldo de préstamos del Eurosistema. Para paliar en mayor medida la escasez de activos de garantía en el mercado, desde diciembre de 2016, el Eurosistema empezó a aceptar cantidades limitadas de efectivo como garantía en las citadas operaciones de préstamo, además de valores, que anteriormente eran la única garantía aceptada. El BCE también publica mensualmente el importe medio mensual agregado del efectivo entregado como garantía.

### **Evolución de las operaciones de financiamiento del Eurosistema**

El saldo vivo de las operaciones de financiamiento del Eurosistema se ha incrementado en 168 mil 300 millones de euros desde el final de 2016 y ascendía a 764 mil millones de euros al final de 2017. Este incremento es atribuible, en gran parte, a los 233 mil 500 millones de euros adjudicados en la última operación TLTRO-II realizada en marzo de 2017, que pese a haberse visto parcialmente compensado por la disminución de los volúmenes de financiamiento en las operaciones principales de financiamiento y por los reembolsos de fondos de las TLTRO-I en 2017, todavía dio lugar a un sustancial aumento neto de la liquidez. El vencimiento medio ponderado de la liquidez proporcionada a través de operaciones temporales disminuyó de unos tres años al final de 2016 a alrededor de 2.7 años al final de 2017. Como la última operación TLTRO-II (con plazo de vencimiento inicial de cuatro años) se adjudicó en marzo de 2017, el vencimiento medio ponderado de las operaciones de financiamiento del Eurosistema disminuyó durante el resto del año.

Fuente de información:

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2017.es.pdf?8887833fa471f64f8293868ae8260877>

**Un marco mejor para los consumidores: transferencias en euros a bajo precio en toda la Unión Europea y conversiones de moneda más justas (CE)**

El 28 de marzo de 2018, la Comisión Europea (CE) presentó una propuesta para abaratar el costo de los pagos transfronterizos en euros en toda la Unión Europea (UE). Conforme a la normativa en vigor, si los residentes o las empresas de la zona del euro realizan una transacción en euros, no existe diferencia entre que lo hagan en su país o en otro Estado miembro de la zona del euro.

La propuesta tiene por objetivo extender esta ventaja a las personas y las empresas de los países que no pertenecen a la zona del euro. Esto va a posibilitar que todos los consumidores y las empresas aprovechen al máximo el mercado único cuando envíen o saquen dinero o cuando paguen desde el extranjero. Todos los pagos transfronterizos en euros dentro de la UE, pero fuera de la zona del euro, tendrán el mismo precio que los pagos internos (sea una comisión pequeña o inexistente) en la moneda oficial correspondiente. La Comisión también presenta una propuesta para hacer más transparentes y competitivos los servicios de conversión de moneda para los consumidores que compren bienes o servicios en una moneda que no sea la suya.

Valdis Dombrovskis, vicepresidente responsable de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales, ha declarado: “Con la propuesta de hoy, otorgamos a los ciudadanos y las empresas de los países que no pertenecen a la zona del euro las mismas condiciones que tienen los residentes de la zona del euro al realizar pagos transfronterizos en euros. Todos los europeos podrán realizar transferencias transfronterizas en euros pagando lo mismo que por las transacciones nacionales. La propuesta de hoy también exigirá transparencia plena en cuanto a las conversiones de moneda cuando los consumidores paguen con tarjeta en un país con una moneda distinta a la suya”.

Los consumidores y las empresas de la zona del euro disfrutan de un régimen de comisiones muy reducidas en los pagos transfronterizos en euros, a raíz de la introducción del Reglamento relativo a los pagos transfronterizos en 2001. Conforme a la normativa en vigor, si los residentes o las empresas de la zona del euro realizan una transacción en euros, no existe diferencia entre que lo hagan en su país o en otro Estado miembro de la zona del euro. La propuesta de hoy tiene por objetivo extender esta ventaja a las personas y las empresas de los países que no pertenecen a la zona del euro cuando viajen o paguen en el extranjero, lo que pondrá fin al costo elevado de las transacciones transfronterizas en euros dentro de la UE.

En particular, esta propuesta establece que las comisiones aplicadas a pagos transfronterizos en euros sean iguales a las que se apliquen a los pagos nacionales equivalentes en la moneda local. Esto reducirá dichas comisiones a solo algunos euros o incluso céntimos. Por ejemplo, una transferencia transfronteriza en euros (EUR) desde Bulgaria costará lo mismo que una dentro de Bulgaria en levass (BGN). Este cambio reviste una gran importancia, ya que las comisiones por una simple transferencia pueden llegar a ser exorbitantes en algunos Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (hasta 24 EUR por una transferencia de 10 EUR). Estas comisiones sustanciales que se pagan hoy día constituyen un obstáculo para el mercado único, puesto que crean barreras para las actividades transfronterizas de los hogares (compra de bienes y servicios en zonas con otra moneda) y las empresas, especialmente las pequeñas y medianas empresas (pymes). Esta situación ocasiona una disparidad sustancial entre los residentes de la zona del euro, que disfrutan de una moneda única, y los de países que no pertenecen a la zona del euro, que solo pueden realizar transacciones poco costosas dentro de su propio país.

La propuesta presentada hoy también arrojará transparencia en los pagos que comprendan varias monedas de la Unión. En la actualidad, los consumidores no suelen recibir información adecuada o no suelen conocer el costo de las transacciones que

implican una conversión de moneda. La propuesta exigirá, por tanto, que los consumidores sean informados al completo del costo de la conversión de la moneda antes de que realicen dicha compra (por ejemplo, en línea o con su tarjeta en el extranjero, ya sea retirar dinero de un cajero o realizar un pago en un punto de venta). Ello les permitirá comparar el costo de diferentes opciones de conversión para poder tomar una decisión informada. Los resultados de estudios recientes muestran que los consumidores vienen quejándose de las prácticas de conversión dinámica de moneda, esto es, pagar en el extranjero con su moneda propia, y piden su prohibición tras haber constatado que han salido perdiendo en la mayoría de los casos estudiados. La falta de la información necesaria para poder escoger la mejor opción, con frecuencia, da lugar a que los consumidores sean injustamente inducidos a optar por conversiones de moneda más costosas. La Autoridad Bancaria Europea se encargará de preparar un borrador de normas técnicas de regulación para hacer efectiva esta mejora de la transparencia.

La propuesta legislativa se remitirá ahora al Parlamento Europeo y al Consejo para su adopción.

### **Contexto**

Una de las prioridades fundamentales de la Comisión Juncker estriba en crear un mercado único que esté más integrado y sea más equitativo, donde las personas, los servicios, los bienes y el capital circulen libremente en una economía que genera un producto anual bruto de 15 billones de euros. El mercado único también tiene como objetivo ofrecer a los consumidores el acceso a mejores productos y precios más bajos, merced a una mayor competencia. La Comisión Europea ya ha tomado muchas medidas para empoderar y proteger a los consumidores europeos respecto de los servicios financieros: la Directiva sobre las cuentas de pago brinda a todos los ciudadanos de la UE acceso a una cuenta bancaria básica; la Directiva sobre servicios de pago ha

mejorado considerablemente la seguridad en los pagos; y el Reglamento sobre el producto paneuropeo de pensiones individuales, propuesto por la Comisión, ofrecerá más opciones a la hora de ahorrar para la jubilación. En marzo de 2017, la Comisión Europea publicó un Plan de Acción que establecía la estrategia a seguir para reforzar el mercado único de la UE en lo referente a los servicios financieros destinados a los consumidores. La Comisión cumple ahora lo prometido respecto de las dos primeras acciones del Plan de Acción, al tratar la transparencia y las comisiones de las transacciones transfronterizas: los pagos transfronterizos son esenciales para la integración de la economía de la UE. Son un factor importante de unión de los ciudadanos y las empresas de la UE. Las restricciones y los costes excesivos, al dificultar los pagos transfronterizos, son una traba a la plena realización del mercado único.

Con el fin de preparar estas modificaciones del Reglamento n.º 924/2009, la Comisión realizó una consulta pública entre julio y octubre de 2017 para recabar las opiniones de las partes interesadas acerca de cuál es el mejor camino que seguir para alcanzar el objetivo de reducir el coste de los pagos transfronterizos dentro de la UE. En sus respuestas a la consulta pública, todos los usuarios de servicios de pago (consumidores y empresas) coincidieron en dos aspectos, a saber, el precio elevado de las transacciones transfronterizas y la falta de transparencia en cuanto a las comisiones que se les aplican. Los proveedores de servicios de pago hicieron especial énfasis en la diferencia entre los pagos en euros, que están automatizados completamente (no media intervención manual alguna), y los pagos en otras monedas, que son menos eficientes y, por ende, más costosos de tramitar.

**Fuente de información:**

[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-2423\\_es.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-2423_es.htm)

## **Brexit, irremediable ¿o no? (RIE)**

El 3 de abril de 2018, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo “Brexit, irremediable ¿o no?”, elaborado por Andrés Ortega<sup>35</sup>. A continuación se presenta el contenido.

En las últimas semanas, ha despertado en Reino Unido una campaña para detener el Brexit —para el Remain, que perdió en el *referéndum* de junio de 2016—, antes de su materialización el 29 de marzo de 2019; es decir, en menos de un año ya. Una vez en marcha el artículo 50 del Tratado de Lisboa sobre la salida, invertir la decisión, en todo caso, no dependería sólo de los británicos, sino de los otros 27 gobiernos de la Unión Europea (UE) por unanimidad.

### **Elementos a favor de revisar la decisión:**

- Cada vez hay más indicios de que la campaña del Brexit se hizo con manipulación de información y promesas inasumibles. En ella, según Christopher Wylie, intervino, por ejemplo, Cambridge Analytica y su sistema de publicidad psicográfica. Puede que ello alimente la legitimidad de un nuevo *referéndum*.
- Puede, como indica Simon Fraser, ex subsecretario permanente del Foreign Office, que a finales de 2018, cuando la negociación aclare qué oferta el *Brexit*, haya un nuevo “punto de decisión”. No sólo en el Parlamento, sino que se plantee un nuevo *referéndum*.
- Se están organizando movimientos desde abajo (grassroots), a diferencia de la fallida campaña de David Cameron, para conseguir la permanencia. Un nuevo partido, Renew, busca activar a los jóvenes para parar el *Brexit*. El financiero

---

<sup>35</sup> Investigador senior asociado del Real Instituto Elcano. Consultor independiente y director del Observatorio de las Ideas.

George Soros, a través de su Open Society Foundation, está aportando medio millón de libras (570 mil euros) al movimiento Best for Britain con estos fines.

- Theresa May es una primera ministra débil, al frente de un gobierno dividido y dependiente de los escaños del Partido Unionista Democrático norirlandés.
- La Comisión sobre el *Brexit* de la Cámara de los Comunes ha sugerido que el gobierno solicite la extensión del período previsto en el Artículo 50, actualmente de dos años. No significa la permanencia, sino alargar el plazo de salida. Requeriría el consentimiento por unanimidad de los 27.
- Aunque en un principio euroescéptico y partidario del *Brexit*, la posición del líder laborista Jeremy Corbyn, está cambiando. Ya ha girado con su apoyo a la permanencia en la Unión Aduanera. Un giro total hacia el Remain podría transformar la situación política. Más diputados laboristas se muestran públicamente partidarios. Pero la legislatura va, en principio, hasta 2022; es decir, bastante más allá de la fecha prevista para el *Brexit* y el período transitorio.
- No encontrar una solución para no tener que reestablecer una frontera física entre la República de Irlanda e Irlanda del Norte jugaría en contra del *Brexit* o de la unidad del Reino Unido.

### **Elementos en contra:**

- Plantear un nuevo *referéndum* podría ser considerado como poco democrático. Theresa May lo rechaza de plano.
- Las encuestas prácticamente no han variado: hoy un nuevo *referéndum* arrojaría prácticamente el mismo resultado que en 2016. Pero mucha gente ha desconectado y no entiende lo que May quiere del *Brexit*.

- Los partidarios de la salida siguen muy movilizados, y con un gran apoyo mediático.
- Muchos empresarios se quejan del *Brexit*, pero no se movilizan.
- El impacto económico del *Brexit* no ha sido tan desastroso como apuntaban algunos augurios. El Reino Unido está próximo al pleno empleo. En la decisión popular sobre el *Brexit* han pesado más los argumentos culturales (incluido el rechazo a la inmigración) que los económicos. Y esto no ha cambiado.
- Si el *Brexit* resulta menos trágico, su revisión pierde fuerza. Es muy posible, tras los últimos acuerdos, que se vaya hacia un *Brexit* “suave” que permita un acuerdo sobre libre comercio, como el que se está diseñando. Ello facilitaría además una solución al problema irlandés. El período de transición irá hasta finales de 2020, facilitando la adaptación a la salida.
- Los otros 27 de la UE no sólo han asumido el *Brexit*, sino que lo están aprovechando para (aunque insuficientemente) avanzar sin los británicos en algunos campos que estos frenaban, como el de una Política Común de Seguridad y Defensa. Pese a las ventajas desde el punto de vista presupuestario (con el *Brexit* tendrán que aumentar su esfuerzo para asumir la contribución británica) serían reacios a que se quedara un Reino Unido euroescéptico y reticente a que la UE avanzara más en su integración. Y sería difícil para los británicos asumirlo si no cambiara la UE en el sentido que desean.
- Un segundo *referéndum* requeriría para convocarlo una mayoría de votos en el Parlamento, inexistente en la actualidad, para aprobar una ley en ese sentido. Como indica el ex secretario de Estado para la UE Dennis Macshane, que lo vio venir en 2015 en su libro *Brexit: How Britain will Leave Europe*, si hubiera esa mayoría, también la habría para detener o retrasar el *Brexit*. Sería posible que, al

aprobar este año la ley de salida, el Parlamento acabase favoreciendo un segundo *referéndum*. Incluso así, su resultado no estaría garantizado.

- La guerra intestina en el seno del Partido Conservador para suceder a May la protagonizan hoy por hoy Boris Johnson y Jacob Rees-Mogg, ambos “brexiteros” furibundos. La decisión sobre el posible cambio de liderazgo la tomarían unas decenas de miles de militantes tories, de edad avanzada, y nada a favor de la permanencia. Los conservadores partidarios de quedarse en la UE, algunos destacados como Michael Heseltine, tienen poco peso.

Conclusión: hoy por hoy, no parece que haya grandes posibilidades de revertir la dinámica hacia el *Brexit*. Pero todo no está jugado. La ruleta sigue girando. Se puede seguir apostando.

**Fuente de información:**

<https://blog.realinstitutoelcano.org/brexit-irremediable-o-no/>

### **Los empleos en la ciudad no corren más riesgo de automatización que un siglo atrás (FEM)**

El 5 de abril de 2018, el Foro Económico Mundial (FEM) publicó una nota de opinión en la que se hace un comparativo con tiempos pasados referente a la relación innovación tecnológica con creación y/o destrucción de empleos para Reino Unido. A continuación se presenta la información.

A principios de 1800, los trabajadores textiles en Reino Unido se vieron amenazados por la introducción de las máquinas, lo que llevó a la rebelión de los luditas entre 1811

y 1813. Si bien este tipo de acción es muy poco frecuente, las protestas contra la automatización<sup>36</sup> son cada vez más comunes.

Al igual que con los luditas, hoy existe una creciente preocupación de que los avances en inteligencia artificial y robótica eliminen muchos puestos de trabajo de baja y mediana cualificación. No obstante, si bien esto presentará un desafío importante<sup>37</sup> en los próximos años, los puestos de trabajo en las ciudades del Reino Unido no corren más riesgo de automatización hoy que un siglo atrás.

Esto concuerda con un nuevo informe de *Cities Outlook 2018*<sup>38</sup> enfocado en el Reino Unido, que analiza cómo los avances tecnológicos afectarán el mercado laboral para 2030 y cómo se compara con el principio del siglo 20.

### **Los mercados laborales suelen recuperarse**

En 1911, la cantidad de empleados domésticos y lavaderos comenzó a disminuir drásticamente debido a la llegada de aparatos eléctricos como lavadoras y aspiradoras. Esto significó que, en 1951, la cantidad de lavaderos y empleados domésticos había caído en 34 y 67%, respectivamente.

De cara al futuro, el informe muestra que alrededor de 3.6 millones de empleos estarán en riesgo de aquí a 2030, con más del 50 % de las pérdidas provenientes de solo cinco ocupaciones: asistentes de ventas, personal administrativo, representantes de servicio al cliente, ensambladores y operarios de máquinas.

---

<sup>36</sup> <https://www.fastcompany.com/3025628/todays-anti-tech-protests-are-nothing-new>

<sup>37</sup> <https://www.weforum.org/agenda/2018/02/tomorrows-jobs-skills-qualify-automation>

<sup>38</sup> <http://www.centreforcities.org/wp-content/uploads/2018/01/18-01-12-Final-Full-Cities-Outlook-2018.pdf>

**OCUPACIONES QUE REPRESENTAN LA MAYORÍA DE TODOS LOS EMPLEOS EN RIESGO DE SER DESPLAZADOS**

Grupo de ocupación minoritario	Porcentaje de todos los empleos en riesgo en las ciudades
1. Asistentes de ventas y cajeros minoristas	19.5
2. Otras ocupaciones administrativas	11.0
3. Servicio al cliente	9.0
4. Ocupaciones administrativas: finanzas	7.0
5. Ocupaciones básicas de almacenamiento	6.6

FUENTE: Bakhshi et al. 2017, *Future of Skills: Employment in 2030*, London: Nesta and Pearson; ONS 2017, *Business Register of Employment Survey*; Census 2011.

“Si bien las posibles pérdidas de puestos de trabajo representarán un desafío, la historia muestra que las ciudades estuvieron expuestas a un riesgo similar hace cien años como resultado tanto de la automatización como de la globalización. A pesar de esto, la mayoría ha podido recuperarse y crecer”, dice el informe.

De hecho, 52 ciudades en Inglaterra ahora tienen más empleos que en 1911, mientras que 27 han superado el doble de su fuerza laboral. En la ciudad de *Slough*, los empleos han aumentado en 900% en los últimos 100 años, mientras que los empleos en Londres se han incrementado en más del 51%, según el informe.

LOS EMPLEOS EN LA CIUDAD DE SLOUGH HAN AUMENTADO EN 900% DESDE 1911



FUENTE: *Cities Outlook 2018*.

Según la Fundación Nacional para la Ciencia, Tecnología y las Artes (*National Endowment for Science, Technology and the Arts*), la mitad de todos los aumentos de empleo para 2030 se creará en ocupaciones financiadas con fondos públicos, como en los sectores de salud y bienestar, mientras que el 26% se creará para los trabajadores menos cualificados en el sector privado. El 24% restante se creará para personas altamente cualificadas en el sector privado.

### El futuro del trabajo

Los cambios en el mercado laboral también se reflejarán en la necesidad de que los empleados aprendan nuevas habilidades y actualicen las que ya poseen.

En el informe, el Director Ejecutivo de *Tech City UK* manifiesta: “La actualización de las habilidades y la capacitación profesional deben convertirse en la norma, y es esencial que equipemos a los jóvenes para enfrentar el futuro del trabajo”.

Este es también el fundamento de un informe<sup>39</sup> del Foro Económico Mundial y el *Boston Consulting Group*, que argumentan que los trabajadores tendrán que adaptarse rápidamente, apresurándose a adquirir un nuevo conjunto de habilidades que los ayudarán a sobrevivir en un mercado de trabajo que cambia rápidamente.

Las nuevas habilidades incluirán resolución de problemas, pensamiento crítico y creatividad<sup>40</sup>, así como el desarrollo del hábito de aprendizaje durante toda la vida.

El informe, que analizó 50 millones de ofertas de trabajo en línea en Estados Unidos de Norteamérica, también revela que, si bien la automatización y la inteligencia artificial podrían afectar a 1.4 millones de empleos en Estados Unidos de Norteamérica para 2026, también crearían alrededor de 11 millones.

En los sectores de educación, capacitación y bibliotecas, por ejemplo, se espera que para 2026 se creen alrededor de 790 mil empleos, mientras que en el cuidado de la salud se llegará a 2.3 millones.

**Fuente de información:**

<https://www.weforum.org/es/agenda/2018/04/los-empleos-en-la-ciudad-no-corren-mas-riesgo-de-automatizacion-que-un-siglo-atras>

Para tener acceso a información visite:

<https://www.mckinsey.com/industries/capital-projects-and-infrastructure/our-insights/artificial-intelligence-construction-technologys-next-frontier?cid=other-eml-alt-mip-mck-oth-1804&hlkid=9cffe706869405a958e0695fbaa6785&hctky=9417109&hdpid=af68edb8-20a1-45a9-a41e-015991519e06>

---

<sup>39</sup> <https://www.weforum.org/agenda/2018/02/tomorrows-jobs-skills-qualify-automation>

<sup>40</sup> <https://www.weforum.org/agenda/2016/01/the-10-skills-you-need-to-thrive-in-the-fourth-industrial-revolution/>

## ¿Por qué importa América Latina? (RIE)

El 21 de marzo de 2018, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo “¿Por qué importa América Latina?”, elaborado por Carlos Malamud<sup>41</sup>. A continuación se presenta el contenido.

“¿Por qué importa América Latina?” es el título del más reciente Informe Elcano que intenta llamar la atención de la Unión Europea (UE) acerca del enorme potencial de una relación reforzada con la región latinoamericana, y que pretende dirigirse a las distintas organizaciones comunitarias, pero también a los gobiernos de los Estados Miembros, a las opiniones públicas y a los medios de comunicación, recordando los enormes beneficios que podrían derivarse del fortalecimiento de la relación euro-latinoamericana.

Por supuesto que esta relación no parte de la nada. La colonización europea del continente americano, con sus diversas variantes nacionales, comenzó hace más de cinco siglos. A partir de ese momento tuvo lugar un continuo flujo de europeos hacia todos los rincones americanos, que se aceleró con una magnitud inusitada en el período de las grandes migraciones atlánticas (1850-1930). Si bien este flujo continuó con altos y bajos, en las décadas finales del siglo XX y en los años iniciales del XXI fueron los americanos los que en números cada vez mayores iniciaron el camino de Europa.

De este modo las relaciones personales, familiares y sociales sostienen una relación muy estrecha, que se refuerza aún más a partir del desarrollo de patrones culturales y valores comunes. Durante años se insistió, precisamente, en que eran estos valores (defensa de las libertades, de los derechos humanos y de las instituciones democráticas)

---

<sup>41</sup> Investigador principal de América Latina del Real Instituto Elcano, y catedrático de Historia de América Latina en la UNED. Su trabajo se centra en las relaciones España-América Latina, incluyendo las relaciones Europa-América Latina, los procesos de integración regional y la situación política y económica del continente.

las que sostenían unos lazos densos y estrechos entre las dos orillas del Atlántico, a tal punto que era posible construir una alianza estratégica entre las dos regiones.

Siendo esto verdad, lo cierto es que Europa no se puede quedar en la afirmación de este enunciado para evaluar su relación con América Latina. Los europeos deberían ir mucho más allá y, pensando en términos estratégicos, reconocer cuánto hay para ganar y cómo se pueden defender mejor los intereses europeos (económicos, políticos y geoestratégicos) a partir de la consolidación de esta relación birregional.

Y si bien siempre es un buen momento para reforzarla, la actual coyuntura es sumamente propicia. Donald Trump ha llegado a la Casa Blanca como elefante en una cacharrería y ha golpeado buena parte de los factores que cimentaban la relación entre Estados Unidos de Norteamérica y la Unión Europea. El proteccionismo comercial, los ataques a la globalización, la puesta en cuestión del esfuerzo (aunque escaso) de Europa en la defensa y los golpes a la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN), son algunas muestras de esta deriva.

Frente a esta situación, frente al auge de gobiernos cada vez más antiliberales y antidemocráticos, con un componente caudillista muy marcado y una deriva cada vez más clara a la perpetuación en el poder (casos de Putin en Rusia y de Xi en China), es evidente que la Unión Europea necesita de aliados confiables, con los cuales se puedan compartir buena parte de los valores occidentales y de sus instituciones democráticas.

La presencia china en América Latina no ha hecho sino aumentar, por momentos de forma exponencial, desde comienzos del siglo XXI. Es evidente que, en muchos aspectos, comenzando por las inversiones y el comercio, China puede ser un fuerte competidor para las economías y las empresas europeas. Pero China también puede ser una excelente oportunidad para la Unión. Por un lado, porque en muchos aspectos prefiere asociarse con actores que tengan un conocimiento cabal del terreno que pisan,

pero también porque en la medida que no todo es rosa en este desembarco, la UE puede exhibir caminos y soluciones alternativas.

Pero, para que esto ocurra y llegue a buen puerto, la UE debe tomarse en serio a América Latina. El cierre de las interminables negociaciones con Mercosur, pese a que no es de entera y única responsabilidad europea, sería una potente señal a la contraparte americana del genuino interés de Europa en la relación. Pero no solo eso. Si se quiere apostar en serio por América Latina hay que acercarse a ella sin paternalismo, sin ese toque eurocéntrico que tanto ha caracterizado unas relaciones bastante asimétricas.

Sin embargo, para que la relación prospere ésta debe asumida de forma madura por ambas partes. La UE tiene que decidir qué es lo que quiere de América Latina, pero América Latina también debe decidir qué es lo que quiere de la UE. Y así como América Latina debería importar a los europeos, Europa también debería importarle a los latinoamericanos.

**Fuente de información:**

<https://blog.realinstitutoelcano.org/por-que-importa-america-latina/>